

中性

房地产行业 2022 年年度策略

2022 年，五问房地产行业

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
金地集团	600383.SH	10.91	未有评级
万科 A	000002.SZ	19.27	未有评级
保利发展	600048.SH	14.74	未有评级
龙湖集团	0960.HK	31.16	未有评级
华润置地	1109.HK	27.43	未有评级
碧桂园服务	6098.HK	38.01	买入
融创服务	1516.HK	9.43	未有评级
华润万象生活	1209.HK	32.72	未有评级
永升生活服务	1995.HK	10.81	未有评级
新城悦服务	1755.HK	10.56	未有评级
宝龙商业	9909.HK	13.05	未有评级
星盛商业	6668.HK	2.79	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以 2021 年 12 月 3 日当地货币收市价为标准

核心观点

1) 当前地产销售下行处于什么阶段？何时见底？政策调整可能在何时出现？

预计销售下行持续 9-11 个月，大概率在 2022Q1 之后见底。当前政策底初现，周期层面的政策调整基础条件已具备。10 月单月销售面积-21.7%，已处于历史底部区域数值。受房价下行、房屋交付担忧、房地产税发酵短期内对市场情绪产生影响，市场信心恢复需要时间，预计 21Q4、22Q1 将维持现有低位水平。

2021Q3 开始，市场出现明显转折，政策调整预期逐步加强：成交走差、房价走弱、库存加速上行。从政策调整的时间点来看，政府在政策调控考量因素中，敏感程度：房价>成交量>库存。在 11 年 8-10 月及 14 年 5-8 月 70 大中城市商品住宅价格出现连续 3-4 个月负增长后，政策出现明显松动。考虑到行业对经济增长、地方财政贡献较大，基本面持续下行，投资尚未见底是经济增长、地方财政当前最大的隐忧，我们认为供需端政策或进一步适度调整。政策调整力度将与 22Q2 指标情况密切相关：若销售有回暖迹象，政策大概率以结构性微调为主，若各项指标仍没有回暖迹象，供需端政策均有进一步调整的可能，调整主要方向将聚焦解决行业当前最主要的核心矛盾（即销售景气度下行+行业利润率持续走低）。

2) 对 2021、2022 年地产核心指标的预测？

2021、2022 年销售面积同比增速分别为-1.6%~-1.7%、-5.0%~-3.5%；房地产投资额增速分别为 4.3%、2.1%；新开工同比增速分别为-9.0%、-5.5%；竣工同比增速分别为 8.8%~9.2%、3.0%~3.1%。

3) 土地成交、新开工下行将持续多久？土地成交持续下行对经济的影响有多少？

土地成交与新开工下行或将止于销售见底后一个季度，预计 22 年房地产投资对 GDP 的拉动为 0.28pct。从前三轮周期看，销售下行拐点领先于土地成交、新开工下行 2-4 个季度，此轮周期由于供给端与需求端下行基本同步，且供给端率先转负，我们认为投资见底大概率在 Q2 出现。我们对土地下行对 GDP 影响进行了敏感性分析，假设 22 年土地购置面积增速为 0%、-6%、-10%，预计地产投资增速为 4.5%、2.1%、0.5%，对 GDP 的拉动在 0.066-0.616pct，显著低于过去十年地产投资对 GDP 拉动均值（1.51pct）。

4) 房企的资金压力有多大？

房企资金面在销售、融资与监管三方压力下，陷入多重困境。截至 9 月末 A 股房企现金同比-6.5%，前三季度现金流净额为-2396 亿元，均处于历史最低位；Q3 单季房企到位资金同比-8.4%。现阶段与 14 年 3 月-15 年 4 月相似，均处于销售持续下行，同时资金紧张的周期。但不同的是，14 年宏观政策及融资环境相对好于当前，资金紧张主要是销售下行引发的；现阶段销售回款和外部融资均受限，资金紧张程度远高于 14 年。目前行业资金面处在多重困境当中：a) 房企出现流动性危机后，金融机构对于地产贷款更谨慎，房企融资减少。尽管现阶段融资有所放开，但由于房企拿地意愿大幅减弱，导致即使银行有额度，但没有足够的优质开发项目可投。b) 在途按揭量增加+预售资金被监管使得开发商销售回款不畅。c) 今年房企到期债务压力较大，房企不得不动用存量现金偿还债务，现金流进一步承压。我们估算了行业目前的资金缺口，在当前融资和销售环境没有改善的情况下，预计 2022 年房企债券和信托月度净偿还量平均在 600 亿左右，平均每月净偿还量/预计销售回款在 9.5%~14.3%，该指标呈现明显提升的趋势，说明了房企未来一年的刚性兑付的债务压力不断走高。

5) 民营房企的混沌状态将要延续多久？

民企在楼市与地产都起到主导作用，但现阶段的融资微放松在短期内无法传达至民企。房企目前的混沌状态在于，无论是从拿地还是销售规模看，民企占比都较高；而本轮民企信用风险暴露使得银行、评级、债券均在挤兑民企，民企为了缓解自身资金压力大幅减少拿地，民企“躺平”使得整体地市场趋冷。中观来看，近期融资出现了微调，但是微观看，资金大多流入国企口袋，融资放松在短期内无法传达至民企，无法解决民企“躺平”的现状，以民企主导的市场持续下滑。我们认为目前民企仍处在持续出清的过程中，可能需要 1 年或以上的的时间，房企的混沌状态大概率会延续到 22 年年底。地方国企、城投平台的托市在集中土拍中成为主流，而城投平台拿地后大概率还是要找专业度更好的民营房企合作（不排除寻找央企合作），我们预计有两种模式：a) 一段时间后直接转让，民企或以收购形式进入；b) 直接引入民企小股操盘。这两种方式均能一定程度上缓解民企资金压力。我们认为此类项目入市获得销售回款后（22 年三四季度）或是民营房企得到照拂的契机。同时，地产主体资质分析的逻辑发生了改变，除了财务杠杆和“三道红线”指标外，还需要关注房企经营杠杆运用程度、潜在表外负债规模、现金流是否持续为负、受限资金的占比、母公司对项目公司货币资金的真实归集能力、债务集中到期规模情况。

投资建议

近期行业陷入多重危机，基本面核心数据全面下行，民企陷入信用危机，购房者、金融机构、房企的信心持续下降。不过我们认为，行业所面临的问题已经充分传达到监管层，必要的边际调整已经开始。基于销售投资下行尚未见底，行业对整体经济增长、地方财政起到举足轻重的作用，供需端政策仍有望进一步适度调整。我们认为今年年末明年年初或是一个较好的投资时点，核心在于政策边际调整以及三批集中土拍利润率边际变化的预期增强，不过市场的信心恢复仍需要时间，销售或在明年二季度逐步企稳回升。政策优化调整对于地产板块来说，短期内仍是政策调整所带来的估值修复的逻辑。中长期来看，随着风险缓释，行业清整将进一步推动各类资源向优质头部房企聚拢，融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头房企将享有更高的估值溢价，同时可以关注更具中长期配置价值的物管公司和转型房企。我们建议关注：1) 开发板块：保利发展、金地集团、万科 A、龙湖集团、华润置地。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、新城悦服务、宝龙商业。

评级面临的主要风险

房地产调控持续升级，融资持续收紧，行业基本面超预期下行，房企经营与信用风险。

相关研究报告

《碧桂园服务：规模制胜成就行业巨头，多元并举领航新时代物业》20211125

《房地产行业第 46 周周报(11 月 13 日-11 月 19 日)：新房二手房环比回正；统计局核心指标全面下行》20211122

《房地产 2021 年 10 月统计局数据点评：核心指标全面下行，房企到位资金出现改善》20211116

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

前言	8
1 当前地产销售下行处于什么阶段？销售何时见底？政策调整可能在什么时候出现？	9
1.1 预计销售下行持续 9~11 个月，大概率 2022Q1 见底	9
1.2 政策底初现，周期层面的政策调整基础条件已具备	10
1.3 我们认为政策一定会调整的核心原因在于：投资下行尚未见底，或成为拖累经济增长和地方财政的隐忧	19
1.4 现阶段需求层面调整主要围绕“稳房价”与压力城市适度放松为主	23
1.5 解决核心矛盾的政策方向有：结构性扶持型政策与政府土地让利	28
2 2022 年地产核心指标预测：销售-5%~-3.5%，新开工-5.5%，投资+2.1%，竣工+3.0%	30
2.1 销售：预计销售面积增速 21E -1.7%~-1.6%，22E -5%~-3.5%	30
2.2 新开工：预计新开工面积增速 2021E -9.0%，2022E -5.5%	32
2.3 竣工：预计竣工面积增速 21E 8.8~9.2%，22E 3.0~3.1%	32
2.4 投资：预计房地产投资增速 2021E 4.3%，2022E 2.1%	34
3 土地成交、新开工下行将持续多久？土地成交持续下行对经济的影响有多少？	36
3.1 不同于以往地产下行周期，供给与需求下行基本同步，本轮供给端先于需求转负	36
3.2 预计 2022 年房地产投资对 GDP 的拉动为 0.28PCT，较 2011-2020 年平均拉动 1.51PCT 明显下降	36
4 房企的资金压力有多大？	40
4.1 资金面触底：当前销售、融资与监管三方压力下，房企资金链承受巨大压力	40
4.2 房企资金缺口：债券信托的月均债务偿还量在 600 亿左右，平均每月净偿还量/销售回款在 9.3%~14.3%	45
5 民企信用风险问题频发，房企混沌的状态还要延续多久？	49
5.1 民企经营情况对行业影响较大，但现阶段的融资微放松在短期内无法传达至民企	49
5.2 民营房企的混沌状态还要延续多久？	53
5.3 中大型民企风险事件后，地产主体资质分析逻辑有何变化？	54
6 投资建议	62
7 风险提示	63

图表目录

图表 1. 现阶段全国商品房销售已经趋于历史底部区域数值，整体库存和去化情况仍好于 2014 年.....	10
图表 2. 供需两端调控政策形成闭环，房企融资端、投资端、销售端个人房贷方面均受到严格限制.....	11
图表 3. 全国“五限”调控当月出台政策的城市个数（2016.7-2021.9）.....	11
图表 4. 2021 年前三季度楼市调控升级的城市及分类.....	12
图表 5. 2021 年前三季度地产板块净负债率、剔除预收账款后的资产负债率、现金短债比为 77.8%和 71.2%、1.12X.....	12
图表 6. 截至 2021 年 9 月末，房地产开发贷款余额 12.16 万亿元，同比持平.....	12
图表 7. 截至 21 年 9 月末，全国主要金融机构房地产贷款余额 51.4 万亿元，同比 +5.3%，增速较 6 月末低 1.9pct.....	13
图表 8. 截至 21 年 9 月末，个人住房贷款余额 37.4 万亿元，增速持续下降.....	13
图表 9. 截至 2021 年 6 月末，多数银行涉房贷款占比下降明显.....	13
图表 10. 2021 年 1-9 月首批试点企业权益拿地销售比均值为 27.9%，低于 40%红线.....	14
图表 11. 10 月百城土地成交建面同比下降 46.7%；流拍率 33.8%；平均土地溢价率降至 2.7%.....	15
图表 12. 自 2018 年 3 月以来，库存面积走高，目前稳定在 27 亿平.....	16
图表 13. 2021Q3 全国 14 个重点城市新开盘项目平均去化率为 62%，较 Q2 下降了 8 个百分点.....	16
图表 14. 在 2011 年 8 月-10 月以及 2014 年 5-8 月 70 大中城市商品住宅价格出现连续 3-4 个月的负增长，政策出现了明显的松动.....	17
图表 15. 2021 年 10 月新房房价环比下跌的城市数量分别为 52 个，与 2014 年 6 月房价下跌城市数量相当.....	18
图表 16. 三轮宽松周期前均出现了广义库存面积攀升、去化周期增速整体上扬两大特征.....	18
图表 17. 2000- 2020 年，房地产业 GDP 占全国 GDP 的比重从 4.13%提升至 7.34% ..	19
图表 18. 2021 年 1-9 月房地产开发投资占 GDP 的比重为 13.7%.....	19
图表 19. 2021 年 1-9 月国有土地出让金收入占地方政府性基金收入的比重高达 92.7%	19
图表 20. 2021 年第三季度单季房地产业 GDP 增速-1.6%	20
图表 21. 2021 年第三季度单季房地产业 GDP 在所有行业中排倒数第二.....	20
图表 22. 房地产业 GDP 与地产销售基本同步	21
图表 23. 从生产法来核算，房地产业增加值更接近盈利的概念.....	22
图表 24. 2021 年前三季度房地产板块实现归母净利润 878 亿元，同比下降 29.8%	22

图表 25. 2021 年前三季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 20.8%、6.5%和 4.6%.....	22
图表 26. 国有土地出让金收入连续三个月出现双位数负增长.....	23
图表 27. 2021 年 1-10 月国有土地出让金收入为 5.94 万亿元，同比增长 6.1%.....	23
图表 28. 2021 年 1-10 月地方政府性基金收支缺口为 1.2 万亿元.....	23
图表 29. 70 城房价同环比增速均放缓.....	24
图表 30. 10 月 70 城中环比下跌的城市数量上涨至 52 个.....	24
图表 31. 部分出台二手房参考价的城市二手住宅价格环比涨跌幅在 70 大中城市的排名.....	24
图表 32. 2021 年 7 月以来，21 城出台房价“限跌令”.....	25
图表 33. 部分出台“限跌令”的城市新房房价同环比增速.....	25
图表 34. 部分城市成交较之 2019、2020 年同期下跌较多，出台了相关政策.....	26
图表 35. 沈阳、烟台、哈尔滨、惠州等 21 个城市库存去化周期突破 20 个月.....	27
图表 36. 常德、南充、昆明、唐山等城市连续四个月及以上环比下跌.....	27
图表 37. 昆明、哈尔滨、桂林、宜昌、太原、兰州等地土地市场过冷同时地方财政对土地出让金依赖较大.....	27
图表 38. 2020 年人口净流出较多的城市有漳州、鞍山、保定、扬州、淮安、荆州等.....	28
图表 39. 针对当前房地产行业的两大核心矛盾，我们预计政策面的微调可能有以下方向.....	29
图表 40. 2021 年、2022 年地产核心指标预测.....	30
图表 41. 按照都市圈来计算，2021、2022 年销售面积增速分别为-1.7%、-3.5%，销售均价增速分别为 4.3%、5.0%，销售金额增速分别为 2.6%、1.3%.....	31
图表 42. 按照城市能级来计算，2021、2022 年销售面积增速分别为-1.6%、-5.0%，销售均价增速分别为 3.7%、4.6%，销售金额增速分别为 2.1%、-0.6%.....	31
图表 43. 2007 年-2015 年土地购置面积 (x) 与新开工面积(y)相关系数为 0.87，两者的拟合关系为 $y=3.9313x+8552.4$	32
图表 44. 2016 年后由于行业高周转模式盛行，土地购置面积(x) 与新开工面积 (y) 拟合关系为 $y=7.7575x+16315$ (相关系数为 0.95).....	32
图表 45. 根据历史住宅竣工预期完成度，将所有省份分为 5 类.....	33
图表 46. 2022 年各省份商品房竣工面积预测.....	33
图表 47. 我们预计 2021、2022 年商品房竣工面积分别可达 9.96 和 10.27 亿平，同比增速分别为 9.2%和 3.1%.....	33
图表 48. 我们预计 2021-2022 年商品房竣工面积预计分别可达 9.9 和 10.2 亿平，同比增速分别为 8.8%和 3.0%.....	34
图表 49. 住宅竣工面积一、二、三线住宅竣工面积 2021 年增速分别为 123%、0%和 9%，2022 年分别为-78%、-23%、-39%.....	34

图表 50. 我们预计 21、22 年房地产开发投资额增速分别为 4.3%、2.1%	35
图表 51. 从供给端来看，不同于以往地产下行周期，供给端率先转负	36
图表 52. 房地产业 GDP 对房地产投资有一定领先性，拐点领先约 1~2 季度，本轮同步性较强	37
图表 53. 房地产业 GDP 与销售同步性较高，本轮土地成交先于房地产业 GDP 下行	37
图表 54. 敏感性分析下，2022 年房地产投资对 GDP 的拉动在 0.066~0.616 个百分点之间	38
图表 55. 中性假设下，2022 年房地产投资增速 2.1%，拉动 GDP 0.285 个百分点，较 11-20 年平均拉动 1.51 个百分点明显下降	39
图表 56. 截至 2021 年 9 月末，地产板块现金持有量为 1.2 万亿元，同比下降 6.5%，现金流净额为-2396 亿元，处于历史最低位	40
图表 57. 现阶段房企到位资金与 2014 年 3 月-2015 年 4 月相似，短期内超过 3 个月出现负增长	40
图表 58. 行业资金面面临多重困境，现阶段的融资松动与信贷投放回升未能解决实际问题，叠加到期债务压力，现金流进一步承压	41
图表 59. 房企筹资性现金流中，2021 年前三季度（取得借款收到得现金+发行债券收到得现金）/偿还债务支付的现金低至 1.0	42
图表 60. 截至 2021 年 9 月末，房地产开发贷款余额 12.16 万亿元，同比持平	42
图表 61. 2021 年 1-10 月房企国内债券发行 5936 亿元，同比减少 1.6%	42
图表 62. 2021 年 1-10 月房企海外债券发行 2758 亿元，同比出现-25.2%的负增长	42
图表 63. 2021 年三季度房地产新增信托规模 1434 亿元，同比下降 28.8%	42
图表 64. 截至 2021 年 6 月末，投向房地产行业的信托余额为 2.08 万亿元，同比下降 16.9%	43
图表 65. 2021 年 7-10 月定金及预收款连续 4 个月负增长，6-9 月个人按揭连续 4 个月负增长后 10 月回正	43
图表 66. 2021 年地产板块经营性现金流的销售商品、提供劳务收到的现金同比增速不断下行	43
图表 67. 2021 年前三季度房款占比达 53.3%，较 2020 年同期占比提升 3.3 个百分点	44
图表 68. 近期预售资金监管政策变化	45
图表 69. 当前，房地产行业有息负债余额约 17.5 万亿元	46
图表 70. 预计 2022 年房企债券与信托净偿还量 7042 亿元，月均净偿还量 587 亿元	46
图表 71. 根据我们的测算，2022 年平均每月净偿还量/销售回款在 9.5%~14.3%	46
图表 72. 中性假设下（销售回款率 50%），2022 年每月可产生 5137 亿元的销售回款，净偿还量/销售回款为 11.4%	46
图表 73. 10 月以来，广州、厦门、成都、南京等城市工抵房井喷现象明显	47
图表 74. 2021 年 1-10 月房企到位资金中应付工程款合计 2.52 万亿元，同比增长 10.1%，占房企到位资金的比重提升至 15.1%	48

图表 75. 百强房企销售中，2021 年 1-10 月百强房企央企、地方国企、民营企业的占比分别为 19.9%、7.0%和 73.2%.....	49
图表 76. 2021 年 1-10 月百城土地成交中央企、地方国企、民营企业拿地金额占比分别为 38.0%、7.1%和 54.9%.....	49
图表 77. 二批集中土拍央国企拿地数量占比从首批 48.9%提升至 67.9%，民企占比下降 19pct 至 32.1%	49
图表 78. 2021 年前三季度地产板块民企现金流净流出 1765 亿元，净流出量远超同期央国企.....	50
图表 79. 截至 2021 年三季度末，民企货币资金同比增速为-16.5%，远低于央国企，现金短债比仅为 0.91.....	50
图表 80. 11 月国企信用债发行量 416 亿元，同比增长 9%，民企为 10.6 亿元，同比降幅连续四个月超 80%	50
图表 81. 国企信用债净融资额多为正，1-11 月合计 572.3 亿元，民企今年以来始终为负，1-11 月合计-1161.4 亿元.....	50
图表 82. 民企的融资成本显著高于国企.....	51
图表 83. 2021 年 11 月，房企银行间发债规模达 285 亿元，平均发行利率在 4.21% 51	
图表 84. 近期民企的销售降幅显著大于国企	52
图表 85. 2008 年以来，房地产行业也经历了三轮加杠杆，积累了较高的债务风险 52	
图表 86. 2020-2021 年是房地产行业国内债券的偿债高峰期.....	53
图表 87. 2021-2022 年是房地产行业海外债券的偿债高峰期.....	53
图表 88. 截至 2021 年 6 月末，房地产板块有息负债总量 3.51 万亿，其中民企 1.72 万亿元（占比 49.1%）	53
图表 89. 严监管、去杠杆，信用收缩加剧引致房地产行业 2020 年以来正在经历违约风险上升期.....	53
图表 90. 恒大、碧桂园、绿地经营杠杆运用程度较高，同时应付账款规模较大 ... 54	
图表 91. 恒大商票余额高达 2052.7 亿，华润置地、绿地控股、融创中国位于第二梯队，承兑余额超 200 亿.....	55
图表 92. 2020 年主流房企应付商票余额/有息负债均值 5.7%，较 2019 年提升了 1.3 个百分点.....	55
图表 93. 样本房企商票贴现率均值为 18.7%，融创、金科、绿地、中南、荣盛、阳光城、世茂等多数主流房企基本在 15%-25%.....	56
图表 94. 恒大、绿地、祥生、富力、碧桂园、华发、奥园、美的、融创隐含综合杠杆相对较高.....	57
图表 95. 合景泰富、新力地产、中国奥园、美的置业明股实债+担保占比较高 58	
图表 96. 泰禾集团从 18 年开始连续三年净现金流为负（实质性违约均发生在现金流为负两年左右）	58

图表 97. 华夏幸福从 18 年开始连续三年净现金流为负（实质性违约均发生在现金为负两年左右）	58
图表 98. 恒大 17-18 年净现金流入为负，19 年融资力度加大拉动净现金流为正，20 年靠应付款项维持净现金流为正.....	59
图表 99. 富力地产、中国恒大受限资金较多，占比高达 55.7%和 46.3%.....	59
图表 100. 祥生在 18-19 年、合景泰富 19-20 年连续两年现金流为负	59
图表 101. 主流房企中万科目前在手现金最为充裕，达 1952 亿元	60
图表 102. 蓝光发展、华夏幸福、荣盛发展、中南建设、阳光城、新城控股母公司货币资金/合并报表货币资金不足 5%	60
图表 103. 2022 年民企到期债务有 6912 亿元，是央企的 6 倍，是国企的 10 倍.....	61
图表 104. 2022 年债务到期压力相对较大的有阳光城、金科股份、中国恒大、中南建设、泰禾集团	61
图表 105. 报告中提及上市公司估值表.....	62

前言

此前三次地产下行周期销售探底主要源于房地产调控政策显著加码冲击需求端，收紧周期持续时间为12~22个月；而从2016年6月即开始的地产收紧周期持续时间已经超过5年，且在“房住不炒”的主基调下相对平稳。直到今年7月开始销售持续负增长，行业底初现，直接导火索在于本轮民营房企信用风险发酵，需求急转直下，而我们认为此轮销售探底酝酿已久：

2018年以来虽然融资环境整体收紧，但为进入银行贷款白名单，房企对规模的诉求仍然较为强烈，开始了新一轮的加杠杆。2020年疫情后前期积累的需求集中释放，5-10月行业销售、房价均出现了明显的上涨。为防止泡沫发生和未来长期风险爆发的可能性，行业供需两侧开始出现了较为急促的政策调整：三季度热点城市政策加码不断，同时8月供给端出台了“三道红线”融资新规，从结果上压制了房企的加杠杆强度；年末又出台了银行房贷集中管理制度，从入水口阻断了房企大肆增加负债的情况。两个政策叠加对重点房企的资金和融资监管达到了空前严厉的程度，同时也暴露了房企“锅盖盖不住锅子”的问题。

2021年2月集中土拍制度的出台，让市场看到了行业利润率拐点出现的可能性，同时出于补货的需求，首批集中供地土地市场较为火热，房企抢地情况较为严重，不过从首批土拍的结果来看，利润率再度下滑，多数房企所得项目出现亏损，削弱了下半年房企拿地的热情，从二批集中土地出让开始，土地市场迅速转冷，22个重点城市二批集中土拍成交建面较首批下降36%，土拍溢价率较首批下降了11.8个百分点至4%，288宗土地流拍或中止出让（占总供应量的32%）。从百城土地市场来看，从6月开始迅速转冷，1-10月百城土地成交建面同比下降22.9%，流拍率提升了4个百分点至16.1%；土拍溢价率已经从4月的23.7%降至10月的2.66%。

土地市场的转冷，民营房企大规模躺平，除了因为房企降杠杆减经营支出、以及热点项目的预期利润率较低以外，与当前销售景气度下行也有直接关系。二季度以来热点城市高压调控、信贷收缩、银行放款时间明显拉长，一二线城市需求明显受限，7、8月销售转负；而9月恒大事件发酵，购房者对项目交付产生担忧，市场对基本面较弱、去化压力较大的三四线城市量价下行的悲观预期加重。在资金承压、销售不景气、利润率下滑等多重因素叠加下，房企拿地、新开工强度显著下降，房地产投资面临持续下滑的压力。

由此，我们认为行业当前最主要的核心矛盾有二：1) 销售景气度下行；2) 行业利润率持续走低。近期中央多次释放地产融资和信贷调整的信号，不过目前尚以直接解决房企资金压力紧绷问题为主，均未解决行业两大核心矛盾，同时政策传导至市场信心恢复需要时间，行业预计仍将在底部震荡。考虑到房地产行业对经济增长、地方财政的贡献度较大，地产基本面持续下行，地产投资尚未见底是经济增长、地方财政当前最大的隐忧，我们房地产行业供需端政策将进一步适度调整。

本篇报告将围绕以下五大问题展开：

- 1) 当前地产销售下行处于什么阶段？销售何时见底？政策调整可能在什么时候出现？
- 2) 2022年房地产行业核心指标：销售、新开工、竣工、投资的预测是多少？
- 3) 土地成交、新开工下行将持续多久？土地成交持续下行对经济的影响有多少？
- 4) 房企的资金压力有多大？
- 5) 民企信用风险问题频发，房企混沌的状态还要延续多久？

我们认为，政策优化调整对于地产板块投资机会来说，短期仍是估值修复的逻辑。中长期来看，在行业流动性危机逐步缓释后，行业清整将进一步推动各类资源向优质头部房企聚拢，融资渠道畅通、信用资质良好、运营管理能力突出的优质龙头房企将享有更高的估值溢价。

1 当前地产销售下行处于什么阶段？销售何时见底？政策调整可能在什么时候出现？

1.1 预计销售下行持续 9~11 个月，大概率 2022Q1 见底

以房地产调控政策来划分，可将 2008 年以来的房地产周期分成三轮松紧周期，共经历了 6 个销售底部时期。除去 2008 年 8-11 月、2020 年 1-3 月受外部因素金融危机和新冠疫情影响下销售短期内显著负增长以外，其他四个时期分别为：

1) 2010 年 5 月-2010 年 8 月（单月销售负增长持续时间 4 个月；第 3 个月单月增速最低点-15.4%）：一方面，为遏制房价过快上涨，自 2009 年 12 月开始步入房地产收紧的周期，2010 年连续提高首付比例和贷款利率；5 月出台二套房“认房又认贷”，新增了限购的调控政策，政策收紧的成效初现；另一方面，2009 年同期 4 个月基数均值高达 63.8%。2010 年 5-8 月房价也出现了连续 4 个月的负增长，最低同比跌幅达 8.4%。广义库存面积（累计住宅新开工面积-累计住宅销售面积）和去化周期整体上行速度加快，自 2010 年 8 月到 2012 年 3 月广义库存面积一直保持 30% 以上的超高同比增速。

2) 2011 年 10 月-2012 年 6 月（单月销售负增长持续时间 9 个月；第 4 个月单月增速最低点-14.0%）：虽然处于宽松周期，但 2011 年 10 月开始的宽松周期为谨慎宽松，地方微调为主，货币适度配合，前期力度有限，叠加基数相对较高，销售仍出现了长达 9 个月的负增长。房价持续走弱，同比跌幅在 2012 年 1-2 月达-10.4%。广义库存面积在此期间保持 25% 以上的同比增速，去化周期也从 25 个月增长至 39 个月。

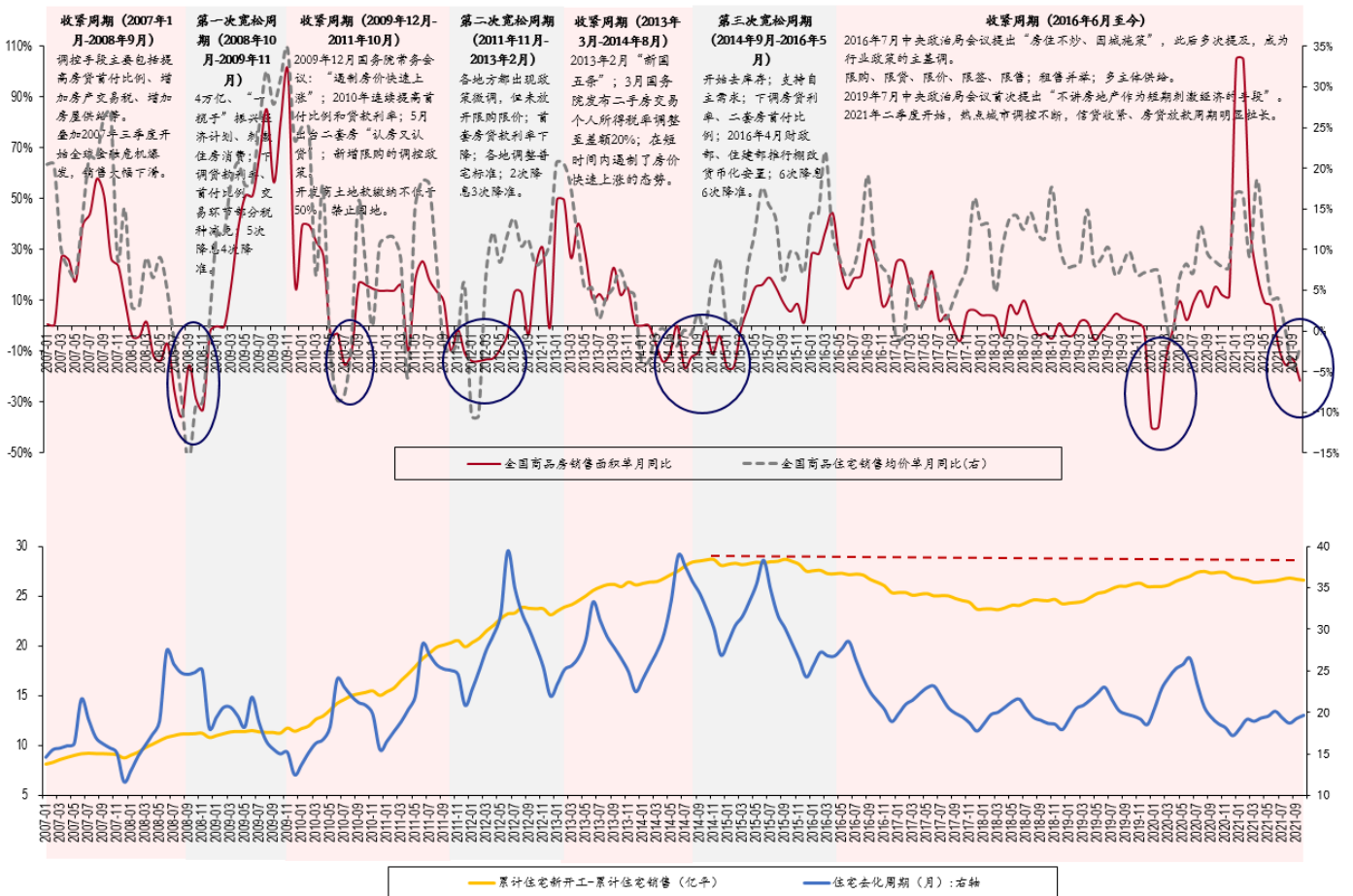
3) 2014 年 1 月-2015 年 3 月（单月销售负增长持续时间 15 个月；第 7 个月单月增速最低点-16.3%）：2013 年 2 月末颁布了“新国五条”，坚决抑制投机投资性购房；3 月国务院发布二手房交易个人所得税调整至按差额 20% 的征收，再度在短时间内抑制了房价快速上涨的态势，房价 2014 年 1~8 月房价同比增速保持在-3.8%~+0.3% 之间。在 2014 年 7 月销售见底两个月后，9 月 30 日以放松限贷为特点的全局性宽松开启：二套房认定标准由“认房又认贷”改为“认贷不认房”，不过市场没有明显的复苏迹象，销售仍然负增长，2015 年 3 月 30 日五部委将二套房首付比例降至 40%、出售房屋营业税免征年限由 5 年缩短至 2 年，降低首付比例直接提高了居民杠杆水平，营业税免征年限的缩短刺激了居民换房的热情，销售开始回暖。由于销售长达 15 个月的负增长，2014-2015 年整体广义库存偏高，在 2014 年 9-11 月达到了 29 亿平的广义库存历史峰值，直到 2015 年 10 月仍维持在这一高位水平，中央开始倡导去库存，并于 2015 年年末将“房地产去库存”列入了 2016 年的重点工作。

4) 2021 年 7 月至今（单月销售负增长至今持续 4 个月）：本轮房地产行业收紧周期从 2016 年 7 月中央政治局提出“房住不炒、因城施策”以来，销售一直未出现持续负增长（剔除 2020Q1 外部疫情因素影响销售负增长）。在 2021 年二季度热点城市调控持续加码、信贷持续收紧、房贷利率上浮、银行放款时间拉长后，整体市场开始下行；随着二批集中土拍延期后整体供货节奏后移+受恒大风险事件影响三四线观望情绪较重，销售趋于底部，7 月开始销售出现了连续 4 个月的负增长，其中 10 月单月销售面积增速最低点为-21.7%，已经处于历史上底部区域数值。房价同比增速自 9 月转为负增长。自 2015 年提出“去库存”之后，商品住宅的广义库存明显下降，库存消化持续到 2018 年，但自 2018 年 3 月开始，库存再次走高，去化周期也开始回升。截至 2021 年 10 月末，全国商品住宅广义库存面积 26.6 亿平，去化周期为 19.7 个月。

那么现阶段的销售负增长将会持续多久？销售将于何时见底？

我们认为，这一轮销售负增长预计将持续9~11个月，到明年一季度末到二季度初。由于二、三批次集中土拍延后整体供货节奏后移，新开工从4月开始连续6个月持续负增长，今年四季度销售仍然有较大压力，我们预计将持续负增长。现阶段10月单月销售面积-21.7%的同比增速已低于历史上销售单月增速的最低水平（剔除外部因素的影响）；由于房价持续下行、房企信用风险频发引发的对于房屋交付的担忧、房地产税试点扩容提出后购房者对持房成本的不确定性等多重因素叠加短期内对市场情绪产生影响，市场信心恢复需要时间，预计成交降幅将维持在现有低位水平。由于基数较高，明年一季度的销售也难言乐观，销售面积预计大概率在明年一季度过后见底。

图表 1. 现阶段全国商品房销售已经趋于历史底部区域数值，整体库存和去化情况仍好于 2014 年



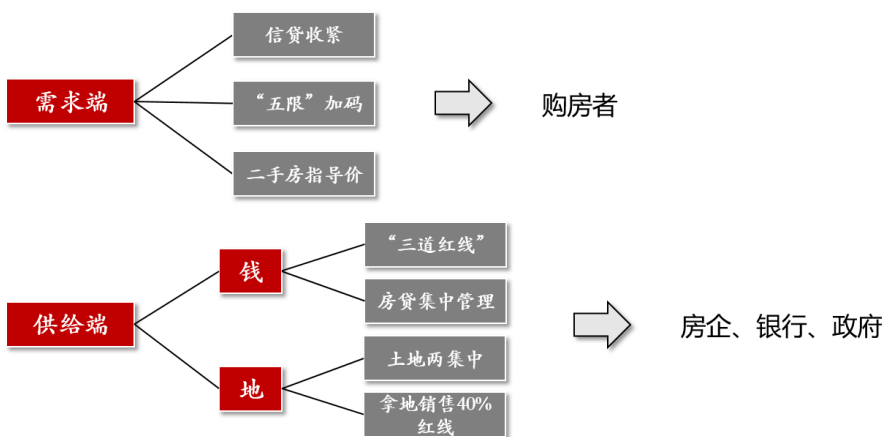
资料来源：国家统计局，中银证券

1.2 政策底初现，周期层面的政策调整基础条件已具备

1.2.1 政策筑底：供需两端调控不断升级，政策效果显著

今年以来，房地产市场调控政策处于趋紧状态，房企融资端、投资端、销售端均受到严格限制，基本已经实现了供需两端调控的闭环，政策高压下也取得了明显的成效，我们认为现阶段政策已经筑底。

图表 2. 供需两端调控政策形成闭环，房企融资端、投资端、销售端个人房贷方面均受到严格限制

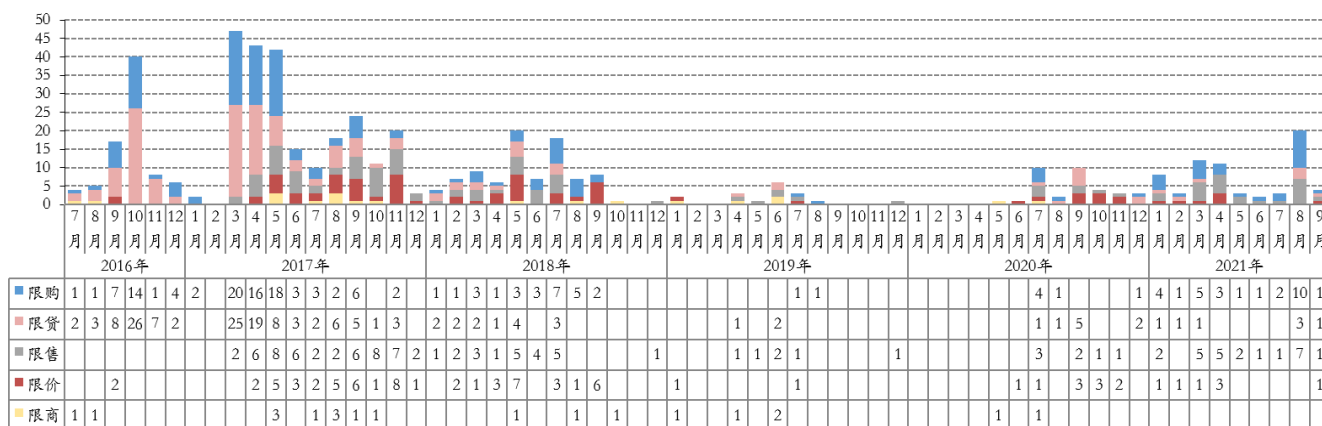


资料来源：中银证券

从需求端来看：多地加码限购限贷限售限价政策；上调房贷利率、银行放款周期拉长；强化二手房市场管控。热点一二线城市调控政策最为严厉，调控加码城市范围向其他二线、热点三四线城市持续扩展。根据我们的统计，今年以来热点城市共进行了66次的需求端的政策加码，各月平均出台房地产管控紧缩政策明显超过去年水平，调控频繁度和全面度增加。其中，上海上半年出台多项管控政策，从房地联动、限购限售到完善新建商品住房公证摇号选房制度等多方面加码，力促房地产市场健康稳定发展。二线城市如杭州、武汉、宁波、成都等地区进一步完善监管机制，热点三四线城市如绍兴、湖州、常州、嘉兴等城市紧随其后。深圳、宁波、成都、三亚、西安、上海、绍兴、无锡、东莞、金华、衢州、温州、合肥、广州、北京等15个城市建立了二手房成交参考价机制；此外，部分城市还通过二手房挂牌价核验等方式，加强对二手房价格的管控。

图表 3. 全国“五限”调控当月出台政策的城市个数 (2016.7-2021.9)

全国“五限”调控政策出台城市个数 (2016.7-2021.9)



资料来源：各地政府公告，中指院，克而瑞，中银证券

图表 4. 2021 年前三季度楼市调控升级的城市及分类

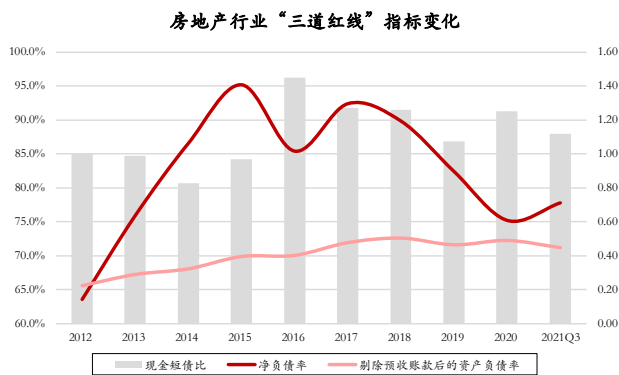
调控政策分类	调控升级城市
限购	合肥、深圳、上海 (3)、杭州 (3)、东莞、嘉兴 (2)、成都、湖州、西安、合肥、绍兴、上海、武汉、东莞、金华、北京、杭州、成都、衢州、义乌、银川、合肥、西安、厦门
限贷	上海、东莞、成都、上海、内蒙古、银川、成都
限价	南平、东莞 (2)、湖州、丽水、嘉兴、张家口
限售	上海 (2)、杭州、嘉兴 (2)、成都、义乌、西安、广州、合肥、江山、龙游、湖州、宁波、绍兴、上海、金华、衢州、惠州、义乌、大连、银川、西安、厦门
增加税费	上海、杭州、广州、东莞
二手房参考价	深圳、宁波、成都、三亚、西安、上海、绍兴、无锡、东莞、金华、衢州、温州、合肥、广州、北京
房贷利率上调	广州、深圳、杭州、蚌埠、重庆、上海、内蒙古、贵州、天津
新房积分摇号	上海、深圳、南京

资料来源：政府公告，世联研究，中银证券

数据说明：红色表示三季度出台的政策，数字表示该城市上半年出台该类政策的次数。

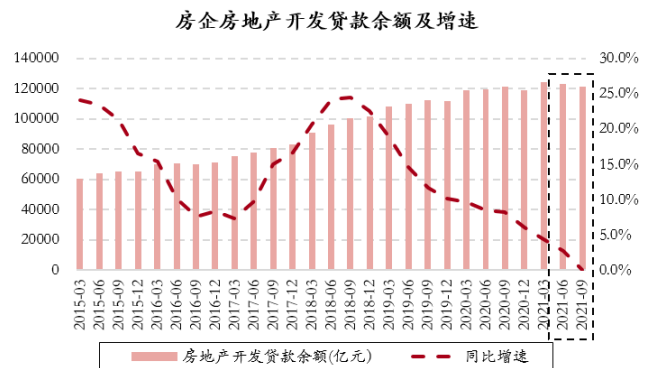
供给端：从管钱到管地两手抓，成效显著。管钱方面：1) 2020 年 8 月“三道红线”政策落地实施一年以来，行业降杠杆成效显著。地产板块 2021 年前三季度有息负债同比下降 2.8%，剔除预收账款后的资产负债率同比下降 0.9 个百分点至 71.2%，净负债率同比下降 12.2 个百分点至 77.8%，现金短债比较 2020 年同期优化 12 个基点至 1.12。2) 今年房贷集中管理制度实施以来，多数银行房地产贷款占比、个人住房贷款占比已压降至监管要求上限及以内，整体存在一定调节空间。从存量看，2021 年 9 月末金融机构房地产贷款余额、个人住房贷款余额分别占比 27.1%、19.7%，低于 2020 年年末的 28.7%、19.9%。涉房贷款增速持续下降，截至 21 年 9 月末，全国主要金融机构房地产贷款余额 51.4 万亿元，同比+5.3%，增速较 6 月末低 1.9pct，低于各项贷款增速 6.6pct。其中，个人住房贷款余额 37.4 万亿元，增速持续下降。截至 2021 年 6 月末，多数银行涉房贷款占比下降明显，40 家银行中仅 14 家银行的房地产贷款占比或个人住房贷款占比略有超标，信贷政策有一定空间去调整。同时，新规对超出管理规定要求的银行设置过渡期，以进行贷款规模调整（房贷集中管理 2021 年 1 月 1 日开始实行。2020 年 12 月末，银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求 2% 以内的，业务调整过渡期为 2 年；超出 2% 以上的，业务调整过渡期为 4 年）。银行整改时间较为宽裕，且多数已经降至监管要求范围内，因此我们认为房地产开发贷与个人按揭贷款投放有一定调整空间。

图表 5. 2021 年前三季度地产板块净负债率、剔除预收账款后的资产负债率、现金短债比为 77.8% 和 71.2%、1.12X



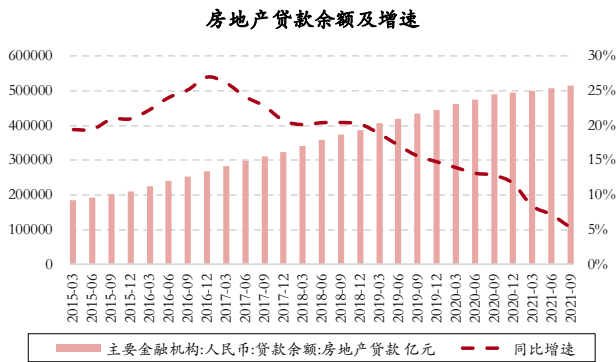
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 截至 2021 年 9 月末，房地产开发贷款余额 12.16 万亿元，同比持平



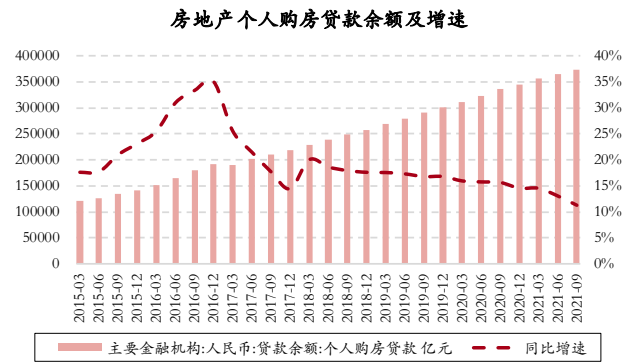
资料来源：央行，中银证券

图表 7. 截至 21 年 9 月末，全国主要金融机构房地产贷款余额 51.4 万亿元，同比+5.3%，增速较 6 月末低 1.9pct



资料来源：央行，中银证券

图表 8. 截至 21 年 9 月末，个人住房贷款余额 37.4 万亿元，增速持续下降



资料来源：央行，中银证券

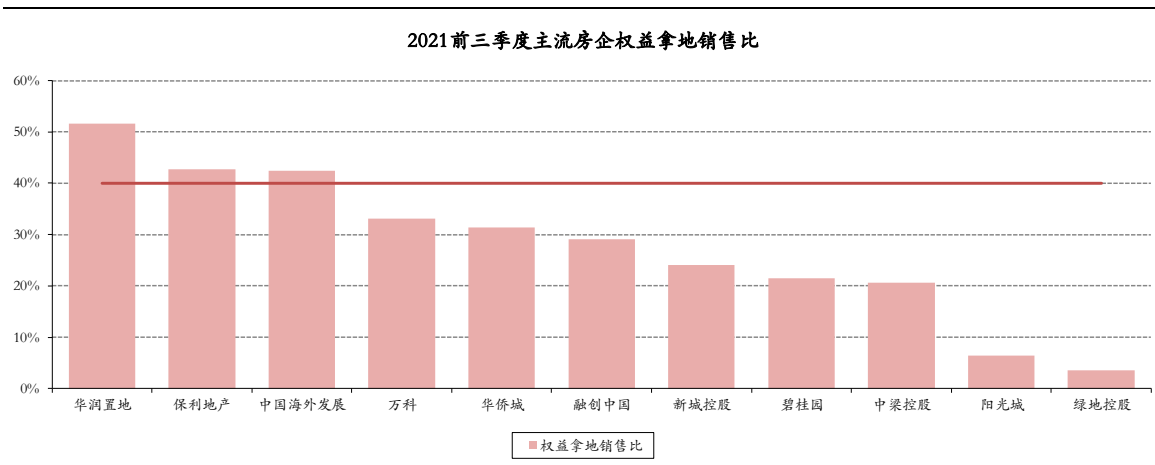
图表 9. 截至 2021 年 6 月末，多数银行涉房贷款占比下降明显

房地产贷款集中度规定	银行名称	2021 年 H1 房地产贷款余额(亿元)	2021 年 H1 房地产贷款占比	2020 年末房地产贷款占比	2021 年 H1 个人住房贷款余额(亿元)	2021 年 H1 个人住房贷款占比	2020 年末个人住房贷款占比
第一档中资大型银行 (房地产贷款上限为 40%， 个人住房贷款上限为 32.5%)	工商银行	70295.21	35.15%	35.90%	60334.15	30.17%	30.76%
	建设银行	69582.02	38.52%	39.53%	61058.39	33.80%	34.82%
	农业银行	58371.63	35.38%	36.08%	49324.39	29.89%	30.80%
	中国银行	58198.42	37.84%	39.17%	46057.52	29.94%	31.15%
	交通银行	17697.20	27.88%	28.08%	13873.39	21.86%	22.12%
	邮储银行	21712.43	35.06%	35.24%	20408.28	32.96%	33.61%
第二档中资中型银行 《房地产贷款上限为 27.5%，个人住房贷款上限为 20%》	招商银行	17345.00	32.22%	33.12%	13300.36	24.71%	25.35%
	浦发银行	12418.09	26.17%	26.37%	8964.52	18.89%	18.73%
	中信银行	12503.87	26.56%	26.91%	9536.61	20.25%	20.48%
	兴业银行	14558.79	34.61%	34.56%	10913.01	25.95%	26.55%
	民生银行	9713.09	24.09%	24.76%	5543.66	13.75%	13.37%
	光大银行	7615.92	23.52%	23.82%	5364.37	16.56%	16.36%
	平安银行	5503.65	19.14%	19.18%	2588.95	9.01%	8.98%
	华夏银行	4519.89	20.86%	20.14%	3021.11	13.94%	12.88%
	北京银行	4933.57	29.82%	30.70%	3423.41	20.69%	20.90%
	江苏银行	3387.21	25.43%	26.06%	2369.97	17.79%	18.63%
	浙商银行	2614.23	20.55%	20.17%	892.13	7.01%	6.34%
	上海银行	3169.79	26.74%	25.55%	1442.13	12.17%	11.28%
第三档中资小型银行和非 县城农合机构 (房地产贷 款上限为 22.5%，个人房 贷款上限为 17.5%)	宁波银行	702.44	8.83%	8.69%	339.90	4.27%	3.38%
	南京银行	1133.37	14.75%	14.21%	806.00	10.49%	10.79%
	渝农商行	1046.96	18.63%	19.10%	992.12	17.66%	17.98%
	杭州银行	1188.11	22.00%	24.38%	773.12	14.32%	14.90%
	长沙银行	713.84	20.59%	20.42%	576.23	16.62%	16.43%
	成都银行	1011.56	29.44%	34.64%	762.71	22.20%	25.79%
	重庆银行	556.93	18.07%	17.81%	427.84	13.89%	12.63%
	郑州银行	738.62	27.54%	27.96%	391.94	14.62%	15.11%
	贵阳银行	350.14	14.19%	14.25%	170.18	6.90%	7.29%
	青岛银行	664.77	28.30%	29.77%	439.40	18.70%	19.63%
	青农商行	650.94	27.77%	29.03%	321.31	13.71%	13.07%
	苏州银行	380.30	18.45%	17.72%	307.92	14.94%	14.24%
	齐鲁银行	476.92	23.41%	24.24%	382.18	18.76%	19.02%
	西安银行	366.07	20.63%	21.40%	251.27	14.16%	13.86%
	厦门银行	402.54	24.94%	26.92%	301.55	18.68%	19.50%
	常熟银行	138.73	9.16%	8.73%	127.37	8.41%	7.74%
紫金银行	138.73	9.16%	8.73%	127.37	8.41%	7.74%	
无锡银行	171.49	15.15%	12.44%	162.21	14.33%	11.39%	
张家港行	102.23	10.93%	10.91%	94.04	10.05%	9.94%	
江阴银行	101.19	11.15%	10.59%	99.54	10.97%	10.24%	
苏农银行	99.70	11.48%	11.85%	83.54	9.62%	9.46%	
瑞丰银行	180.79	21.80%	22.74%	177.27	21.38%	22.33%	

资料来源：公司公告，中银证券

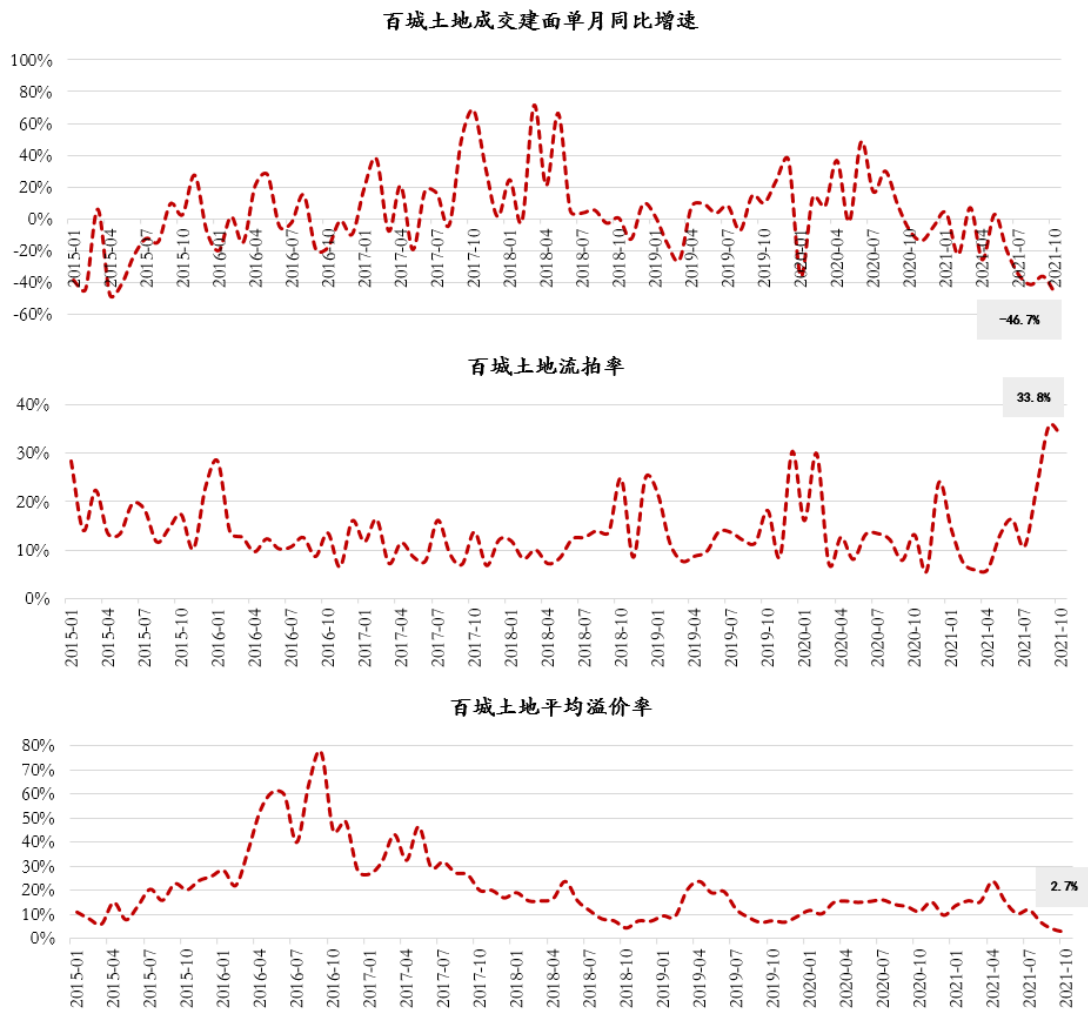
管地方面：1) 拿地销售比 40%，稳地价同时倒逼房企降杠杆。被纳入“三道红线”试点的重点房企，已被监管部门要求买地金额不得超年度销售额 40%，**买地金额除公开市场拿地外，还包括收并购方式获地的支出。**根据中指院数据，2021 年上半年 TOP50 房企拿地销售比均值降至 29.3%，较去年同期下降 12.3 个百分点，拿地强度明显下降。在三道红线和供地两集中背景下，房企拿地更趋谨慎。2021 年 1-9 月首批 12 家试点企业拿地销售比均值为 27.9%，低于 40% 红线，拿地销售比 40% 红线对试点企业整体影响较小；其中仅华润置地、保利地产和中国海外发展 3 家企业略高于红线。一方面，将投资与销售挂钩，是对房企融资“三道红线”的重要补充。严格约束房企融资、投资行为，倒逼房企主动降杠杆，防范系统性金融风险。另一方面，引导企业理性拿地，避免不惜成本高价抢地，严重扰乱房地产市场秩序。**2) 调整集中供地的规则，带动全国土地市场也趋冷。**2 月出台土地供给侧新政“土地两集中”，重点城市采用“集中供地、集中出让”的土地供给端政策，针对首轮集中供地出现的地市高热等问题，8 月自然资源部进行政策指导调整，降溢价率至 15%、查资金、限马甲。二批次重点城市集中供地地市明显降温，带动全国土地市场趋冷，10 月百城土地成交建面同比下降 46.7%，连续 5 个月出现负增长，连续 4 个月降幅超过 35%；百城流拍率连续两个月超过 30%；平均土地溢价率自 4 月以来持续从 23.7% 下降至 10 月的 2.7%。我们认为后续集中出让的城市土地市场也将出现降温，部分区位较好或利润相对较高的地块仍是房企的聚焦点，进入竞价最终环节的概率较高，利润较低或出让要求复杂的地块出现流拍或撤牌的可能性高。二批次流拍和撤牌地块较多的城市或将进一步优化土拍规则，**三批集中土拍或通过适当降低土地保证金比例与首次付款比例、适当放宽土地出让金缴纳期限、适度取消指导价或房价限制等方式缓解房企短期现金流压力、保障房企盈利空间以适度提高房企的参与度。**未来集中供地集中土拍的政策仍将延续，明年或有试点城市扩容的可能性，但是细则将会因城施策进一步优化调整，更加注重于在稳定地价与稳房企参与度上权衡。

图表 10. 2021 年 1-9 月首批试点企业权益拿地销售比均值为 27.9%，低于 40% 红线



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 11.10 月百城土地成交建面同比下降 46.7%；流拍率 33.8%；平均土地溢价率降至 2.7%



资料来源：万得，中银证券

1.2.2 政策调整的基础条件已经出现：市场走差、房价走弱、库存加速上行

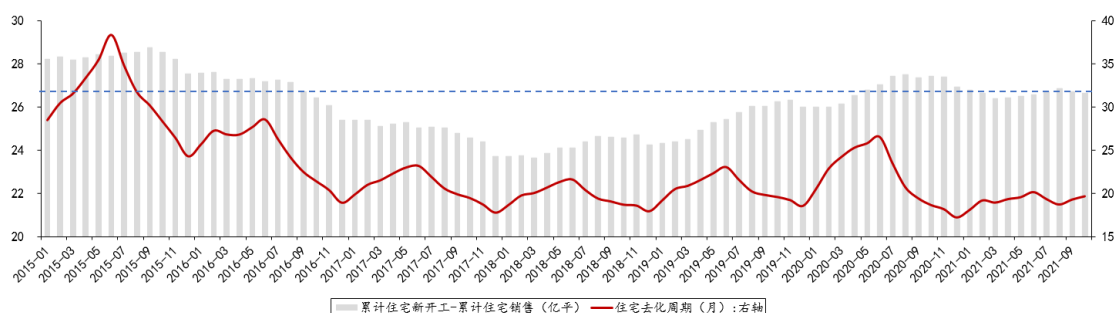
我们发现每一次宽松开启前的基础条件均有明显规律：房地产销售景气度走弱，房价持续下行，库存上行速度加快。1) 2008、2011、2014 年宽松周期开启前，全国商品房销售面积持续负增长或者低位震荡，同比跌幅最低点约在 15%。2) 房价持续走弱，同比涨幅持续 2-3 个季度收窄；70 大中城市房价环比增速出现 2-5 个月的负增长。3) 库存上行速度加快或达到历史峰值，2009 年 12 月-2011 年 10 月房地产行业广义库存从 11 亿平快速上涨至 20 亿平，月均同比增速高达 26.3%；2013 年 3 月-2014 年 8 月从 24 亿平增至 29 亿平，达到峰值水平。

从中长期维度来看，本次收紧周期自 2016 年 6 月开始，已经持续五年之久，与过去几轮周期相比，持续时间相对较长，由于整体市场走弱并不显著，因此调控力度也没有出现明显的松动，具体体现在：1) 房地产下行压力并不大，虽然销售面积持续下行，房价没有出现明显的下跌，2016 年 6 月至 2022 年 6 月的五年间房价月均涨幅为 8.9%，与第三轮宽松周期相比（房价月均涨幅 9.1%）基本没有看到明显的下跌；70 大中城市房价环比增速自 2015 年 4 月转正后一直保持正增长（直到 2021 年 9 月）。2) 目前整体的库存压力不如 2014-2015 年，去化周期也回落至 20 个月左右，远低于 2014-2015 年月均值（32 个月）。3) 目前房地产政策的长期基调和过去完全不同，“房住不炒”的主基调五年来反复被中央强调，预计这个基调将贯穿未来 5-10 年轻易不变。

但从短期来看，从 2021 年三季度开始，市场出现了明显的转折，政策调整的预期逐步加强：1) 销售持续下行，出现了 4 个月的单月销售面积负增长，10 月最低增速为-21.7%，三季度单季销售面积同比下降 12.5%，是 2014 年四季度以来（除疫情 2020 年一季度外）单季销售增速的最低点。2) 房价出现明显的下跌，9 月单月商品住宅销售均价同比下降 4.6%，是 2012 年 3 月以来的单月最低增速；70 大中城市 9、10 月房价环比增速分别为-0.1%和-0.3%，是自 2015 年 3 月后首次出现环比负增长。3) 库存面积绝对值并不在低位，去化率也不断走低。虽然目前的整体库存压力不如 2014-2015 年，去化周期低于当时，但自 2018 年 3 月以来，库存面积就不断走高，目前稳定在 27 亿平，虽未突破历史最高点，仍属于历史较高水平；同时从中指院公布的 14 个重点城市新开盘项目平均去化率来看，2018 年二季度以来呈明显下降的趋势，2021 年前三季度去化率为 66%，与 2018 年同期的 82%相比，明显下降；2021 年三季度单季为 62%，较二季度下降了 8 个百分点。

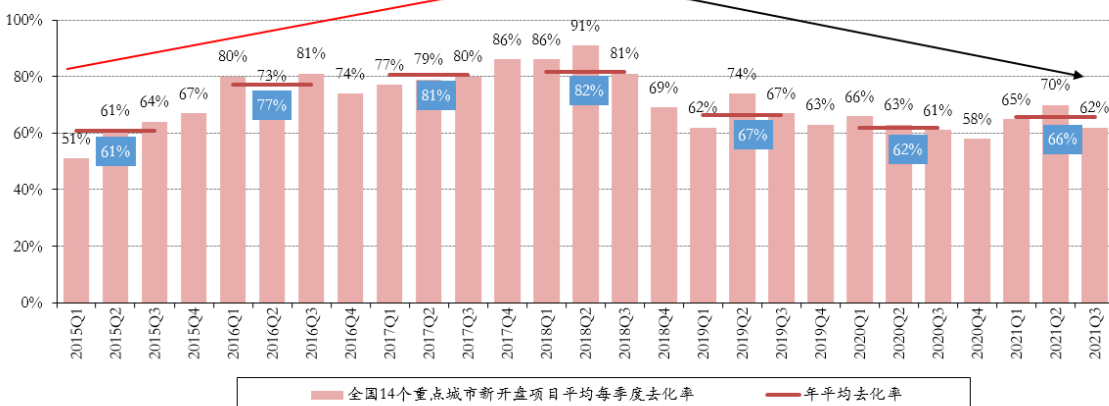
基于“房住不炒”主基调，房地产整体调控力度不会出现明显的放松，但是局部、结构性的政策调整预期开始加强。

图表 12. 自 2018 年 3 月以来，库存面积走高，目前稳定在 27 亿平



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 13. 2021Q3 全国 14 个重点城市新开盘项目平均去化率为 62%，较 Q2 下降了 8 个百分点



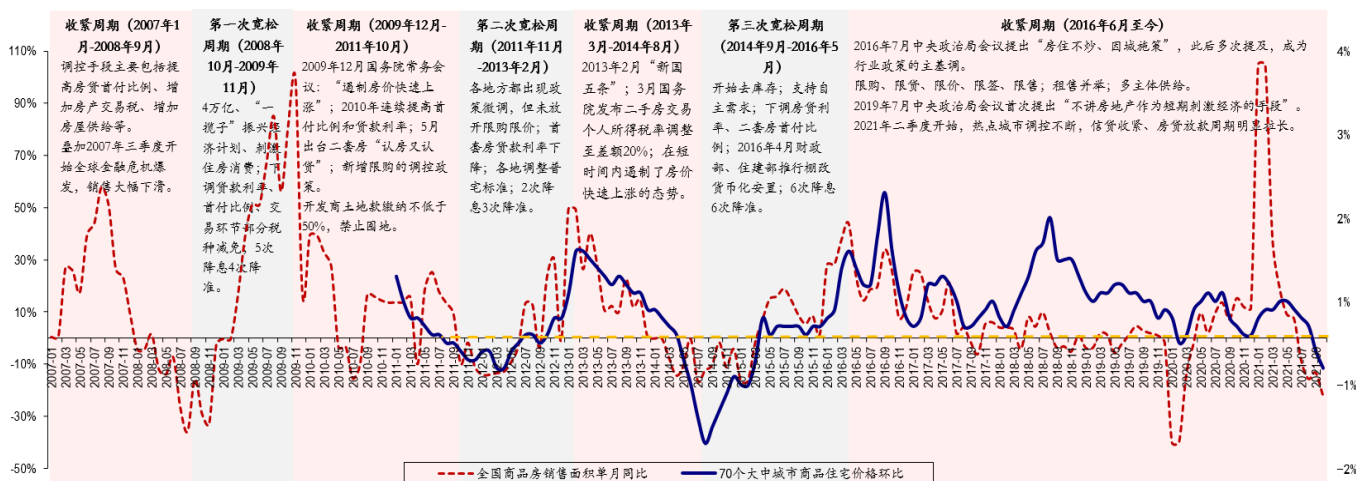
资料来源：中指院，中银证券

数据说明：14 个重点城市包括北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、武汉、重庆、成都、天津、南昌、苏州、青岛、长沙。

从政策调整的时间点来看，政府在政策调控的考量因素中，敏感程度：房价>成交量>库存。在今年9月之前即便销售下行、库存走高，政策没有明显松动的迹象，主要是因为房价没有出现明显的下跌。我们可以从下图中看到在2011年8月-10月以及2014年5月-8月70大中城市商品住宅价格出现连续3-4个月的负增长后，政策出现了明显的松动。从历史收紧周期看，销售面积曾在2010年5-8月、2011年4月出现负增长，2014年1月开始销售面积连续出现负增长，但几次销售面积负增长均没能推动政策出现松动，而每当房价出现3-4个月负增长后，政策均出现了明显松动，可见政府在政策调控的考量因素中，对房价的敏感度最高。那么从当前情况来看，2021年9月70个大中城市商品住宅价格环比出现了自2015年3月以来的首次下跌，10月环比增速再度负增长(-0.3%)，或成为促使政策调整的导火索。11-12月我们认为当前房价下降的趋势大概率将继续，一方面，一二线城市调控没有明显放松，市场观望情绪较重，需求仍然较弱，销售景气度仍然低迷；另一方面，三四线城市市场较差、去库存压力普遍较大，各能级城市均有房企采取以价换量的措施的可能性，预计房价环比或有进一步下降的可能，那么按照此前政策出现调整的时间点来看（房价连续3-4个月环比负增长），如果市场持续下行，房价持续下跌，大概率在明年一季度政策会出现调整。

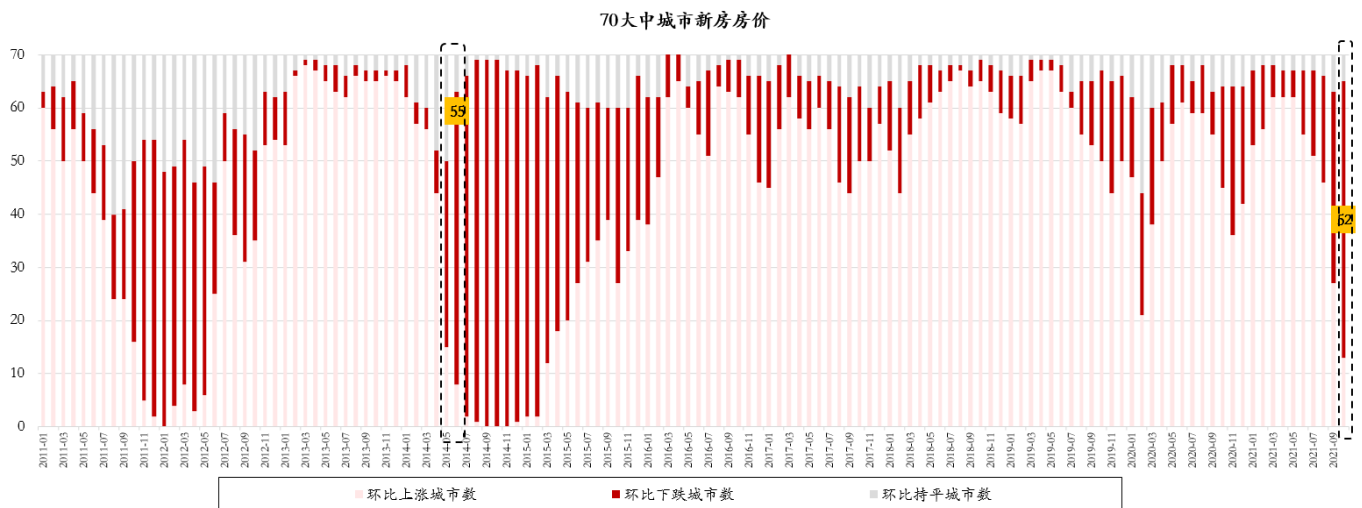
从房价来看，目前2021年9-10月房地产市场与2014年5-6月的市场相似度最高。一方面，从房价出现负增长的时机来看，2014年5月是70大中城市商品住宅均价持续负增长的首月（环比下跌持续时间为11个月），8月房价环比增速见底，2015年4月回正；2021年9月该指标也出现了自2015年3月以后的首次负增长。另一方面，从房价环比下降的城市数量来看，2021年10月新房房价环比下跌的城市数量为52个（74%的城市新房房价下跌），与2014年6月（55个）相似度最高。2014年6月房价下跌城市数量超过50个，9月达到峰值69个，2015年4月回落至50个以内，开始逐步好转，房价下跌城市数量超过50个的时长有10个月。同时我们可以看到，销售负增长开始的时间先于房价环比负增长3-4个月，由于政府在考虑政策调整时，对房价敏感度更高，因此房价负增长3个月后会迅速见底，见底时间反而先于销售见底1个季度左右，在房价下跌时成交量相较于价格来说有一个向下惯性。在政策调整后，销售与房价基本同步出现回暖。2014年5-6月房价下行压力加大，3个月后的2014年8-9月见底，2015年4月回暖，历时11个月；而单月销售面积增速从2014年1-2月开始出现负增长，2015年1-2月见底，2015年4月回正。和当前情形较为相似，本轮单月销售面积增速于2021年7月转负，先于房价转负（9月）2个月的时间，我们认为房价在经过3-4个月的负增长后，政策出现调整的概率增大，从历史推演来看，房价或于明年一季度初见底，销售或于明年一季度末见底。

图表 14. 在 2011 年 8 月-10 月以及 2014 年 5-8 月 70 大中城市商品住宅价格出现连续 3-4 个月的负增长，政策出现了明显的松动



资料来源：国家统计局，中银证券

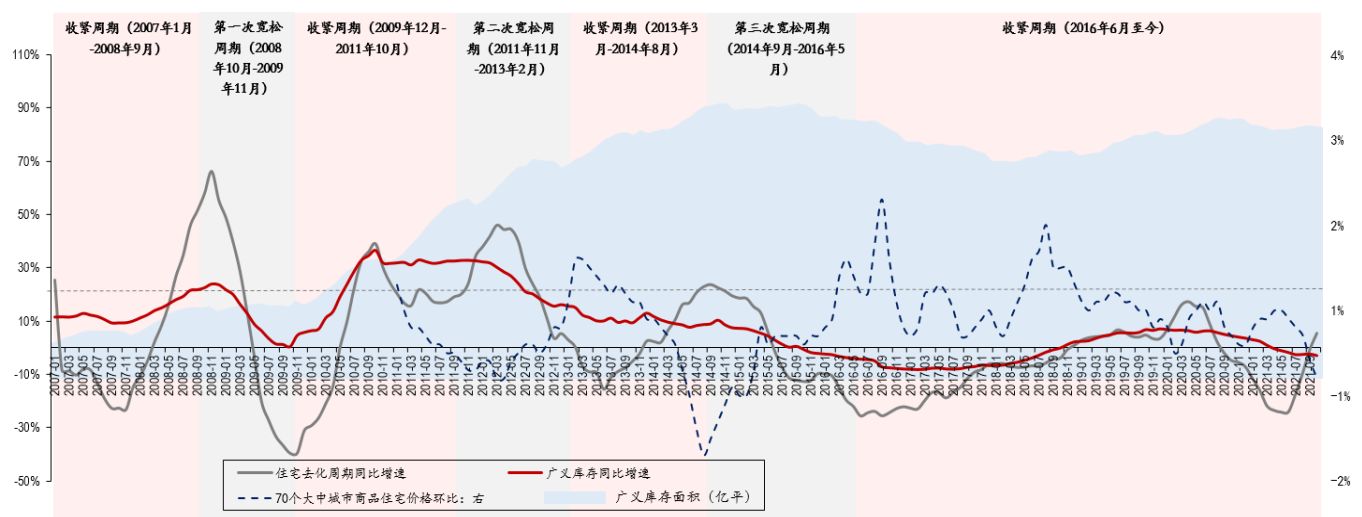
图表 15. 2021 年 10 月新房房价环比下跌的城市数量分别为 52 个，与 2014 年 6 月房价下跌城市数量相当



资料来源：国家统计局，中银证券

我们认为库存情况也是政府在考量政策调整的基础条件之一，但相对而言，在考量因素中对库存的敏感度低于销售与房价。而在库存因素中，去化周期比库存面积绝对值更高敏感。从过去的几轮周期可以看到：2007-2015 年库存整体呈上行趋势，第一轮与第二轮宽松周期前均出现了广义库存面积增速显著上行、去化周期增速整体上扬两大特征，第三轮宽松周期前去化周期增速上行，广义库存面积达到历史峰值水平，整体行业面临较大的去库存压力。不过我们也注意到，政府在库存上行阶段，会经过较长时间的观望，对于库存面积增速的容忍度也相对较高，2010 年 10 月库存面积增速达到峰值后，此后一年的时间内库存面积同比增速均在 30%以上的高位，直到 2011 年 10 月在房价和销售面积持续 2-3 个月负增长的情况下，政策方才出现了调整。同样，2013 年 3 月-2014 年 8 月的收紧周期中，虽然库存面积持续走高、去化周期增速持续一年上行，但政策并未出现明显的松动，处于观望状态，但当面临房价与销售分别面临 4 个月和 5 个月的负增长压力后，政策出现松动。由此可见，政府在考虑政策调整时，库存作为基础条件之一，相对敏感性低于销售与房价。

图表 16. 三轮宽松周期前均出现了广义库存面积攀升、去化周期增速整体上扬两大特征



资料来源：国家统计局，中银证券

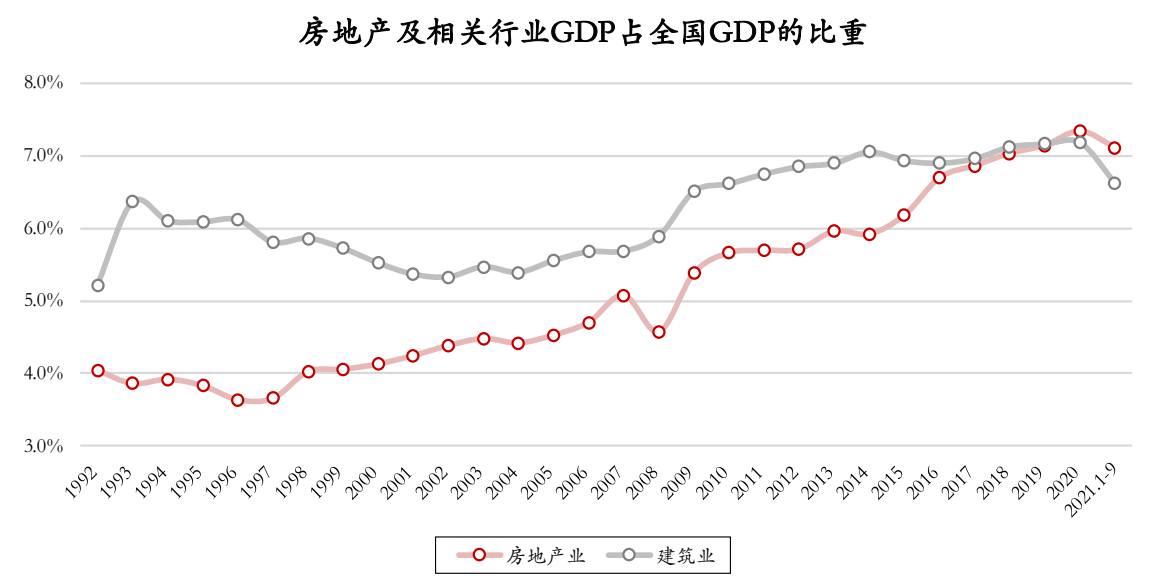
备注：广义库存面积没有对应坐标轴。

1.3 我们认为政策一定会调整的核心原因在于：投资下行尚未见底，或成为拖累经济增长和地方财政的隐忧

1.3.1 房地产对经济增长与地方财政的贡献度较大

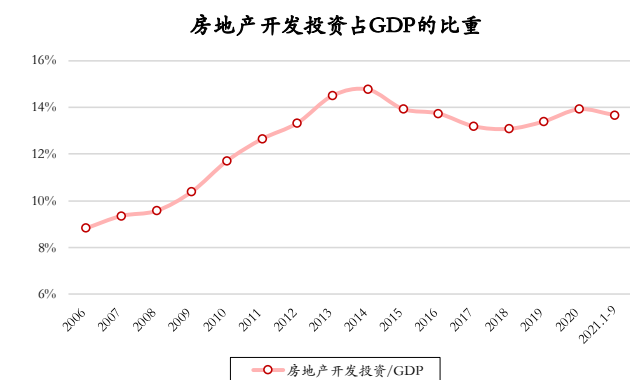
房地产业作为我国国民经济的支柱产业；现阶段房地产投资对经济增长，国有土地出让金对地方财政的贡献度仍然较大。从2000年到2020年，房地产业GDP（行业净增加值）从4141亿元增加至5.85万亿元，年复合增速为14.2%，高于全国GDP年复合增速（11.1%），占全国GDP的比重从4.13%提升至7.34%；2020年考虑相关产业（建筑业）合计占全国GDP的比重为14.52%。2021年1-9月，房地产投资占全国GDP的比重大约在13.7%。国有土地出让金收入占地方政府性基金收入的比重常年以来位于85%以上，今年1-9月占比高达92.7%；占地方政府性基金收入+地方财政收入的比重为36.9%。

图表 17. 2000-2020 年，房地产业 GDP 占全国 GDP 的比重从 4.13% 提升至 7.34%



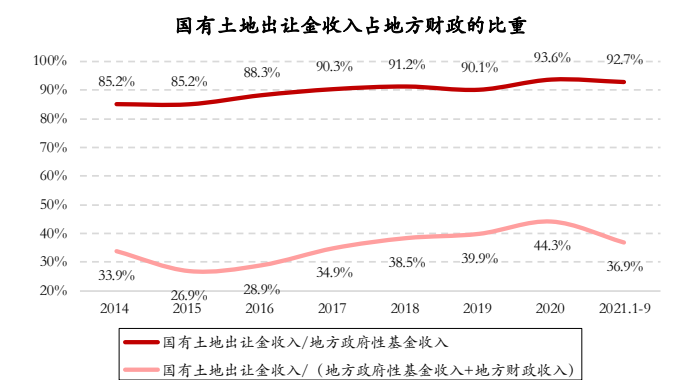
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 18. 2021 年 1-9 月房地产开发投资占 GDP 的比重为 13.7%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 19. 2021 年 1-9 月国有土地出让金收入占地方政府性基金收入的比重高达 92.7%

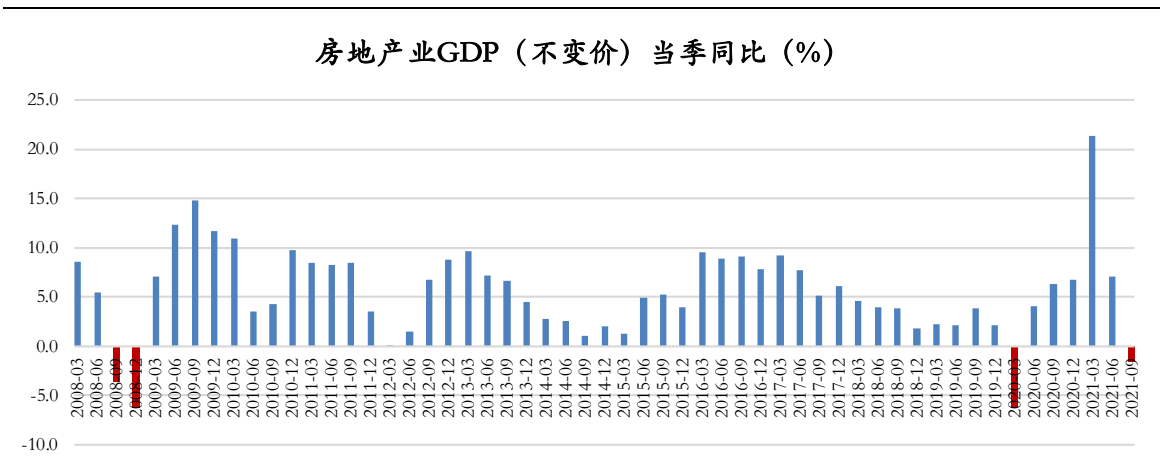


资料来源：财政部，中银证券

1.3.2 行业增加值首次出现单季负增长（排除外因），反映了行业目前存在的两大核心矛盾：销售景气度下行+行业利润率走低

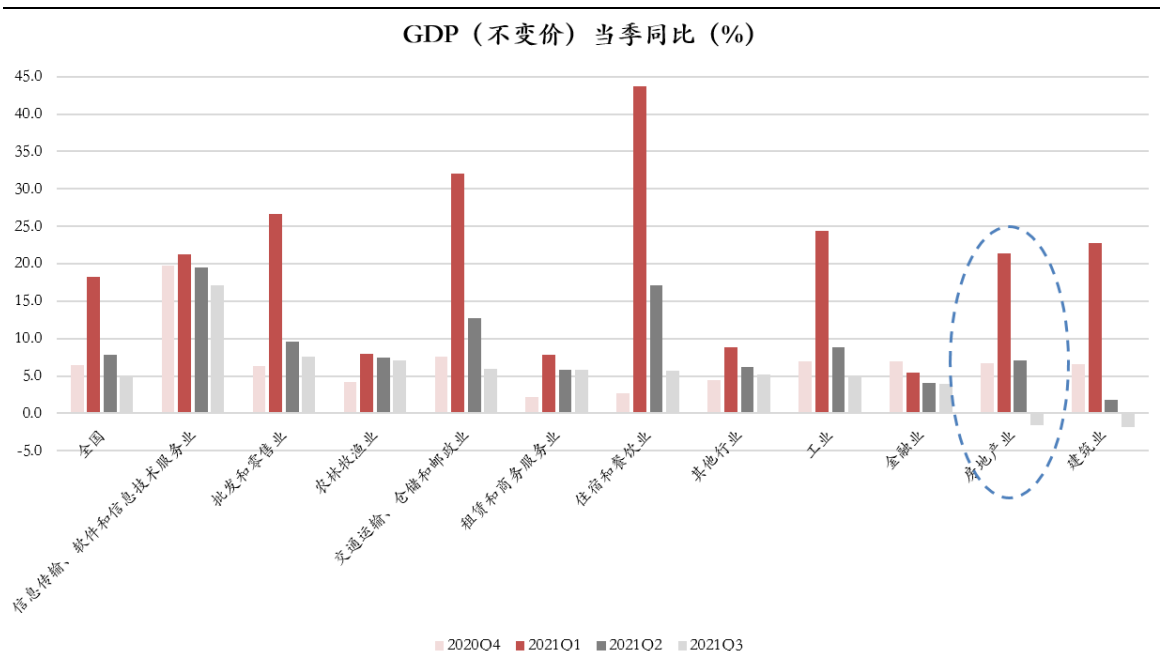
房地产业 GDP（房地产行业增加值）统计的是行业净增加值，是衡量房地产业发展规模和对经济增长带动作用的重要指标，也体现了行业内部发展状况。2021 年第三季度单季房地产业 GDP 增速-1.6%，在所有行业中位于倒数第二。2008 年至今仅有三次房地产业 GDP 单季增速为负，分别是 2008 年三四季度、2020 年一季度、2021 年三季度。其中 2008 年和 2020 年的两次均可认为是由于外力因素造成的，2008 年受次贷危机冲击房地产市场萎靡；2020 年一季度是新冠疫情全面爆发；而 2021 年三季度主要是由于调控高压、销售乏力、土地投资减弱、房企资金紧张、行业利润率下行多重压力导致的，是剔除外因后行业增加值单季首次出现负增长，一定程度上拖累了全国的经济增长速度；三季度 GDP 增速在所有行业中位于第 10 名，仅略优于建筑业，较 2020 年全年在全行业排名第五相比明显下降。从累计数来看，2021 年前三季度房地产业 GDP 增速为 8.2%，增速持续下行；占全国 GDP 的比重下滑至 7.11%，较 2020 年同期下降 0.34 个百分点，较 2019 年同期下降 0.14 个百分点，与 2018 年同期水平持平。

图表 20. 2021 年第三季度单季房地产业 GDP 增速-1.6%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 21. 2021 年第三季度单季房地产业 GDP 在所有行业中排倒数第二



资料来源：国家统计局，中银证券

从支出法看，房地产投资部分形成固定资本纳入 GDP 核算；从生产法看，房地产投资拉动以建筑业为代表的上下游产业链，以各行业增加值的形式纳入 GDP 核算。

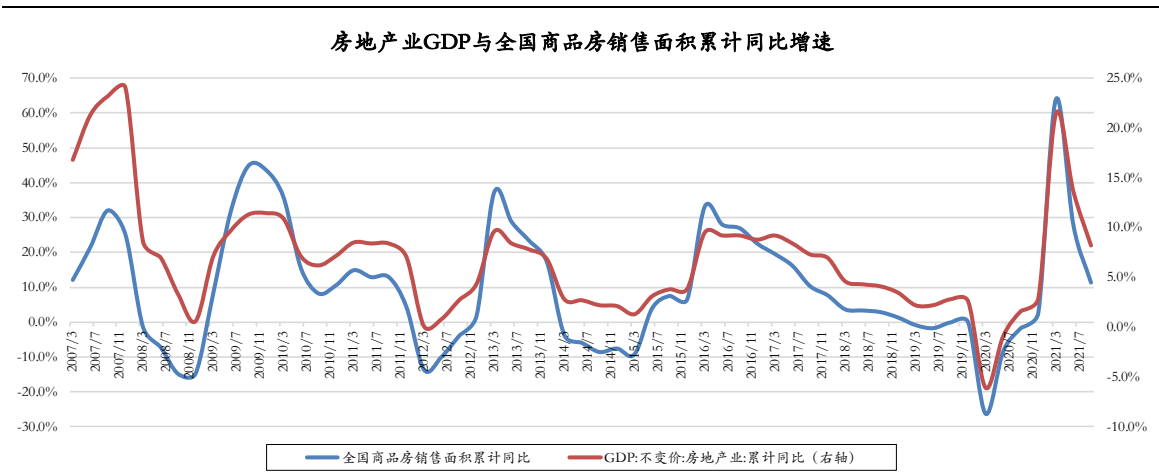
从支出法视角看，根据统计局定义，房地产开发投资指的是房地产开发企业本年完成的全部用于房屋建设工程、土地开发工程的投资额以及公益性建筑和土地购置费等投资，属于固定资产投资统计范畴。GDP 固定资本形成以固定资产投资作为基础核算资料，但口径存在差异，主要是 1) 固定资本形成不包含旧建筑物、旧设备和土地的购置费，而投资额包含；2) 固定资本形成包含商品房销售额与开发成本之间的差额，即销售增值部分，而投资额不包含。

从生产法视角看房地产投资的 GDP 贡献，其实是拆分房地产产业链上每个行业的增加值。房地产业 GDP 衡量的是全社会住房（出租和自住）提供的住房服务，以及房地产开发经营企业、物业管理和房地产中介公司等在建房和房屋使用及交易环节提供的商业性服务活动所创造的增加价值。

我们认为房地产业 GDP 增速下滑，主要是因为行业整体发展压力正在加大，体现了目前行业的两大核心矛盾：1) 销售景气度下行；2) 行业利润率走低。

一方面，房地产业 GDP 与地产销售基本同步，反映出销售下行带来的直接影响。房地产业 GDP 包括房地产开发业务以及相关子行业（物业管理、房地产中介服务、房地产租赁等）的增加值，其中占比最大的房地产开发业务主要来源于经营房屋销售的收入减去中间投入成本，销售下行直接影响了当期房地产业 GDP。2021 年三季度全国商品房销售面积与销售金额同比分别下降 12.5% 和 14.1%，是疫情后首次出现单季销售负增长，房地产业 GDP 也出现了单季-1.6% 的负增长。

图表 22. 房地产业 GDP 与地产销售基本同步

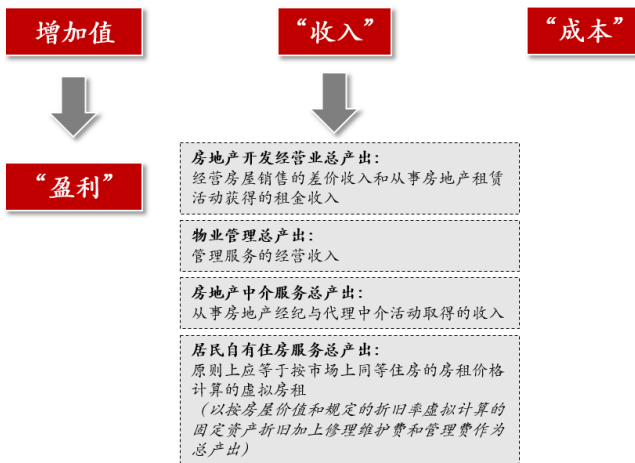


资料来源：国家统计局，中银证券

另一方面，行业内部的利润率等指标出现了明显的下滑。房地产业 GDP 所核算的内容是增加值，按照生产法来核算，为房地产业总产出价值（包括房地产开发经营、物业管理、房地产中介服务、居民自有住房服务），扣除了中间品投入成本，衡量的是该行业业务所贡献的净增量。因此增加值更接近盈利的概念。房地产业 GDP 下滑，实际体现出了行业内部利润面临着下滑压力。行业告别高速增长时代，房企业绩增长普遍放缓，2016-2017 年楼市最热时期房企高价拿地较多，利润空间受到挤压，2016 年地货比（百城土地成交楼面均价/商品房销售均价）首次突破 30%，达 32.3%，2017 年达 35.8%，此后始终位于 30% 以上。反馈到行业利润及利润率上我们也可以看到，2021 年前三季度房地产板块归母净利润 878 亿元，同比下降 29.8%，降幅较去年同期大幅扩大了 19.2 个百分点。利润下滑主要是由于行业利润率持续下行，2021 年前三季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 20.8%、6.5%、4.6%，较 2020 年同期分别下降了 6.8、4.0、3.5 个百分点。

图表 23. 从生产法来核算，房地产业增加值更接近盈利的概念

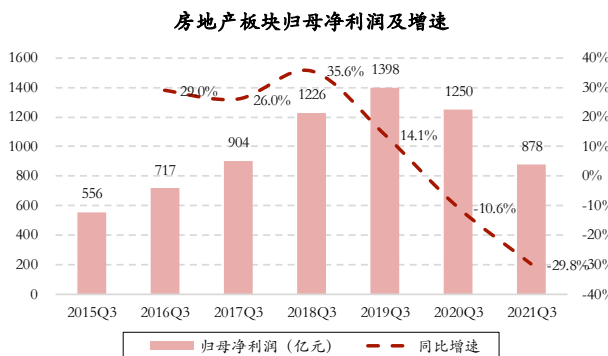
$$\text{房地产业GDP} = \text{总产出价值} - \text{中间品投入成本}$$



资料来源：国家统计局，《统计业务知识》，中银证券

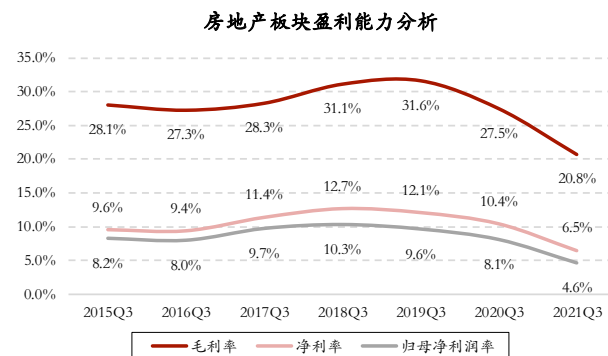
GDP核算方法生产法：一国一年内各生产部门生产出的最终产品和劳务的市场价值进行加总。企业（或部门）在一年内生产的产品或提供的劳务的货币总额，减去消耗的产品和劳务的货币总额后的余额，即企业（或部门）一年内的增加值。

图表 24. 2021 年前三季度房地产板块实现归母净利润 878 亿元，同比下降 29.8%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 2021 年前三季度房地产板块毛利率、净利率、归母净利润率分别为 20.8%、6.5%和 4.6%



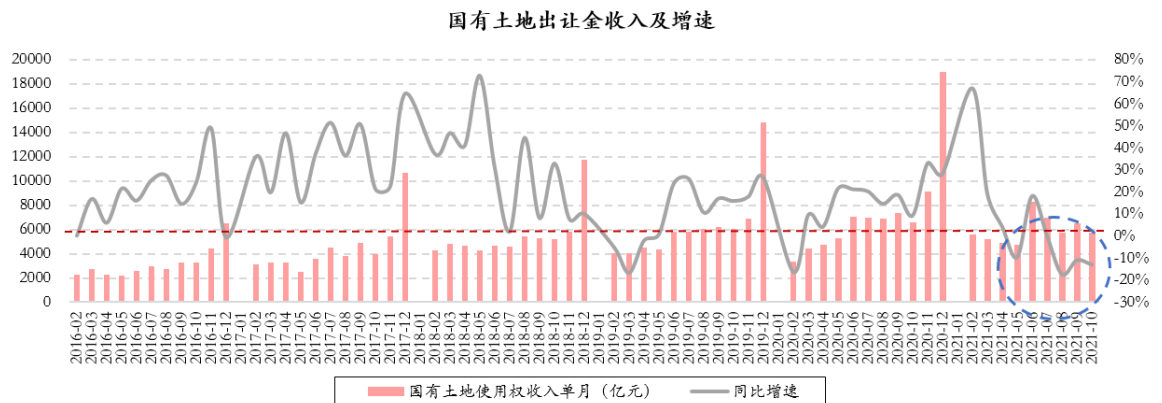
资料来源：公司公告，中银证券

1.3.3 国有土地出让收入连续三个月出现双位数负增长，地方财政的压力较大

国有土地出让收入连续三个月双位数负增长，地方财政承压。2021 年 8、9、10 月国有土地出让金收入同比增速分别为-17.5%、-11.2%和-13.1%，其中 8 月的增速是历史上的最低位；1-10 月累计国有土地出让金收入为 5.94 万亿元，同比增长 6.1%，增速明显下行。历史上出现过两次明显的土地出让金负增长，2019 年前四月土地出让收入同比下降 7.6%，土地成交规模大幅缩减主要受到 2018 年 9 月-11 月、2019 年 1 月-2 月销售持续负增长的影响，房企拿地意愿有所减弱；2020 年 2 月的负增长主要是由于疫情期间土地市场停滞所造成的。

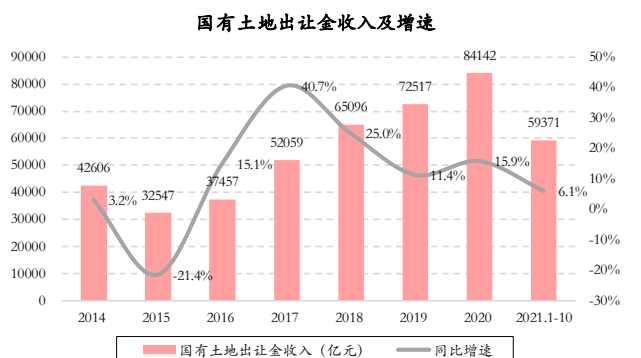
根据我们此前的报告《对首次集中供地的深度分析与对后续的“七点猜想”》中对全年的住宅土地出让金的测算更新，我们得到全国 2021 年国有土地出让金预计可达 8.2 万亿元，同比增速-2.2%，较 2019-2020 年均值增长 5.1%。假设国有土地出让金/地方政府性基金收入的比重为 92.7% 不变，那么 2021 年地方政府性基金收入预计可达 8.88 万亿元，同比增速为-1.3%；本年地方政府性基金支出计划预算数为 12.8 万亿元，按照 2019、2020 年来看，实际支出占计划预算数的比重为 93%，以此推算今年的支出，今年政府性基金收支缺口或高达 3.02 万亿元，将创下历史新高，可见国有土地出让金收入的锐减对地方政府产生了较大的财政压力。

图表 26. 国有土地出让金收入连续三个月出现双位数负增长



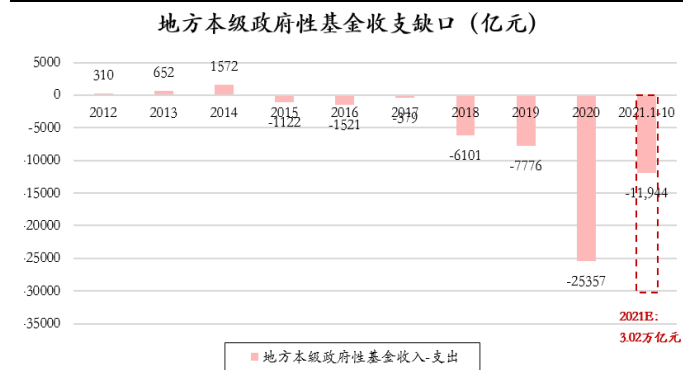
资料来源：财政部，中银证券

图表 27. 2021 年 1-10 月国有土地出让金收入为 5.94 万亿元，同比增长 6.1%



资料来源：财政部，中银证券

图表 28. 2021 年 1-10 月地方政府性基金收支缺口为 1.2 万亿元



资料来源：财政部，中银证券

1.4 现阶段需求层面调整主要围绕“稳房价”与压力城市适度放松为主

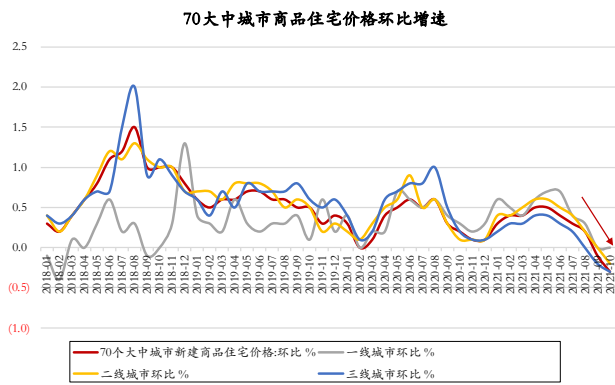
现阶段已经出现了行业需求端政策的微调：

a) 稳定房价预期，城市间双向调控将持续，二手房指导价与限跌令并存。b) 需求端政策结构性调整，促进正常购房需求的合理释放。尤其是在一些库存压力较大、房价快速下行、人口流出严重、土地财政依赖度较高的城市或出现更多需求端政策调整。本章节将主要围绕需求端现有政策展开。

1.4.1 城市间双向调控开启，二手房指导价与限跌令并存，稳定房价预期

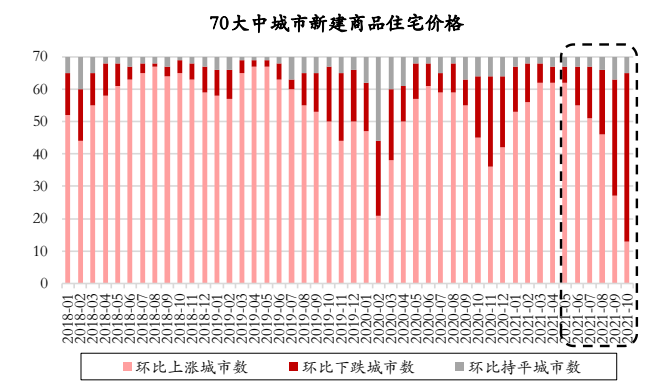
二季度以来，各能级城市普遍面临房价下行的压力，目前近 75% 的城市房价环比下跌。70 城房价同比环比均放缓，同比增速从 5 月的 4.5% 逐月下滑至 10 月 2.8%，环比增速从 0.5% 下滑至 -0.3%，连续两个月环比负增长，也是继 2015 年 3 月后 70 大中城市首次出现环比负增长的情况。在调控高压下一二线城市房价快速下行；三四线城市主要是需求较差，房企采取以价换量的营销手段，房价加速下行。不过三四线城市内部出现分化，部分城市出台“限跌令”稳房价。70 个城市中环比上涨的城市数从 5 月的 62 个下降至 10 月的 13 个；环比下跌的城市数从 5 月 5 个上涨至 10 月的 52 个。

图表 29. 70 城房价同环比增速均放缓



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 30. 10 月 70 城中环比下跌的城市数量上涨至 52 个



资料来源：国家统计局，中银证券

5 月以来热点城市二手房成交参考价与三四线城市房价“限跌令”并存，这看似矛盾的表象背后，实际是楼市发展区域分化背景下，“稳房价”的不同表现形式，给予市场房价稳定的预期。

1) 深圳、宁波、成都、三亚、西安、上海、绍兴、无锡、东莞、金华、衢州、温州、合肥、广州、北京等 15 个城市建立了二手房成交参考价机制；此外，部分城市还通过二手房挂牌价核验等方式，加强对二手房价格的管控。主要是因为部分城市市场过热，新房二手房价格倒挂现象较严重。二手房的价量变化对于房地产市场的整体稳定意义重大，尤其是在一些二手房成交量已经占据一半、以存量房为市场主体供给的城市，二手房价格的稳定更是起到举足轻重的作用。整体来看，建立二手房成交参考价机制，能最大程度稳定市场对二手房价格的预期。二手房参考价出台后多数城市二手房住宅价格环比涨跌幅在 70 大中城市的排名均显著下降，政策整体实施效果较好。

图表 31. 部分出台二手房参考价的城市二手住宅价格环比涨跌幅在 70 大中城市的排名

环比	202007	202008	202009	202010	202011	202012	202101	202102	202103	202104	202105	202106	202107	202108	202109	202110
深圳	3	4	2	1	4	13	1	4	30	55	54	60	60	64	60	14
宁波	6	11	6	5	14	7	8	11	8	14	26	19	19	37	28	37
成都	12	2	32	30	14	58	5	6	12	42	8	19	42	2	9	5
三亚	33	64	17	34	32	7	19	11	12	9	8	19	10	11	4	2
西安	18	11	8	24	60	30	5	4	18	9	3	4	5	11	4	14
上海	22	16	3	9	22	7	3	1	5	7	8	2	3	15	65	37
无锡	3	6	4	40	32	40	11	36	6	14	26	4	8	15	9	37
金华	12	2	17	24	32	2	3	19	24	35	14	2	10	53	28	28
温州	9	6	23	40	22	30	24	6	18	9	8	14	19	23	51	49
合肥	33	29	23	9	2	4	19	6	8	25	35	33	39	28	28	14
广州	1	1	8	7	1	4	2	3	1	3	5	14	5	2	51	62
北京	46	21	23	14	5	13	8	2	1	3	1	1	3	5	28	49

资料来源：国家统计局，中银证券

备注：打星为二手房参考价出台月份

2) 与之相反的是，下半年以来，相较于个别热点城市升级调控政策让楼市降温，部分三四线城市则推出了截然不同的楼市政策——“限跌令”，意在防控房价非理性“跳水”。截至目前，全国已经有 21 城发布了“限跌令”，包括直接发布行政命令或约谈房企两种方式。这些城市包括沈阳、岳阳、昆明、唐山、江阴、鄂州、张家口、株洲、永州等。除了沈阳、昆明等个别城市外，绝大多数都是三四五线城市，其本质在于库存较多、去化周期长且人口虹吸能力相对偏弱，由此导致房企营销出现乱象。在“稳房价、稳地价、稳预期”的基调下，房价的无序下跌易引起恶性竞争，同时价格下跌的预期对于需求的边际影响更为负面。本次限跌最大幅度为备案价格的 15%，说明对于地方政府来说，10~15% 的房价下跌可忍受的最大阈值，更大幅的降低极大可能会直接影响到地方财政收入水平，进而对地方发展等方面产生影响。

不过从政策实施效果来看，出台“限跌令”的城市房价目前并没有出现明显的止跌，实施效果仍有待进一步观察。我们认为“限跌令”虽然一定程度上能化解房价下跌压力，主要起到了稳定市场情绪的作用，但不能有效解决供需矛盾。

图表 32. 2021 年 7 月以来，21 城出台房价“限跌令”

时间	城市	主要内容
7月13日	长春	根据项目实际情况，合理确定商住预售申报价格并对外公示， 不得低于九折销售。
7月28日	菏泽	以“不正当竞争”为由查处一家降价销售的开发商。
8月6日	沈阳	沈北新区房产局牵头，联合城建局、教育局、市场局、公安局、执法局 对多家房地产企业进行约谈，内容主要为对虚假广告宣传行为及降价销售行为进行重点要求 ，对于开发商降价销售行为，要求企业在考虑自身利益的同时也要遵循房地产市场发展规律，尽量避免以价格优势吸引购房者达到销售目的。
8月9日	岳阳	新建商品住房销售价格备案后，商品住宅销售实际成交价格不得高于备案价格，要 不得低于备案价格 85% ，否则商品房网上签约备案系统提示无法签订商品房网上签约买卖合同。新建商品住房销售价格备案后，开发企业确需重新调整备案价格，6个月后方可申请调整。
8月11日	昆明	市房协组织 TOP30 房企及大型经纪公司召开“稳房价、稳地价、稳预期”工作要求座谈会提出，将加强市场监管及监督，发现扰乱市场秩序，尤其恶意降价行为及时举报。相关部门首先约谈相关楼盘项目，如不整改， 情节严重者将停止项目网签。
8月13日	唐山	政府召开房地产企业座谈会，约谈华润置地、中海、万科等 10 家房地产企业负责人，会议 主要讨论了如何救市，要打压恶意降价。
8月31日	江阴	商品住房销售价格备案后，商品住房实际成交价格 不得高于备案价格，严禁低价（如低于成本价、变相降价等）销售、打价格战。 情节恶劣，严重破坏江阴市房地产市场秩序和社会稳定的，取消所有批次预售改为现房销售。
9月9日	株洲	株洲金碧置业、融盛地产、博瑞地产、欣盛万博、贝壳经纪等企业采取大幅降低销售价格并明显低于市场正常价格销售或代理销售新建商品房，严重扰乱房地产市场秩序，株洲市住建局随后对上述企业项目负责人进行了约谈。株洲市住建局要求上述企业全面整改： 立即停止违规销售行为，强化建筑施工质量，确保楼盘品质；下架所有涉嫌低价销售的房源信息。
9月14日	南通	为稳定商品房价格， 不得超过备案价销售，降幅超过 8% 时必须重新备案 ，且重新备案间隔周期不少于 6 个月。
9月14日	张家口	所有项目，不得超出备案价格对外销售。已取得预售许可的项目不得低于成本进行销售，新取得预售许可的项目 不得低于备案价格的 85% 进行销售。
9月20日	桂林	临桂区长召开紧急会议，要求各大房企抱团自律，坚决抵制降价抛售行为，凡降价者不予网签。
9月30日	鄂州	所有项目不能超过备案价销售， 涨价或降价超过备案价 10% 的浮动，需要重新备案。
10月2日	惠州	住建局认为部分房企以远低于市场价格进行销售的行为已经扰乱了市场秩序，侵犯了购房人的合法权益，带来了一系列社会负面影响。（商品房实际成交价格不得突破监制价格， 下浮幅度不得超过 10%，成交价格低于监制价格 10% 的，预售系统将限制其网签功能。 ）
10月3日	徐州	贾汪区责令房地产开发公司停止以“工抵房”的名义宣传降价销售商品房的违法行为， 新沂市所有项目不得超出备案价格对外销售，且不得低于备案价格的 90% 进行销售。
10月5日	安庆	坚决打击违规销售、虚假宣传、价格欺诈、哄抬房价、低价甩卖、违规开展房地产金融业务等行为。
10月9日	孝感	所有项目不得超出备案价对外销售， 拟销售价格调整幅度超过备案价 10% 的浮动（包括打折促销）均需重新备案。
10月12日	永州	永州市下辖的东安县住建局针对部分房地产企业采取大幅度降价销售并明显低于市场正常价格销售新建商品房的现象，出台了《关于加强新建商品住房销售管理的通知》。
10月14日	扬州	新建商品住房销售价格备案后，原则上不得重新调整备案价格，开发企业确需重新调整备案价格的，6个月后方可申请调整。商品住房销售价格备案后实际成交价格不得高于备案价， 严禁低价（如工抵房、特价房等形式）倾销，打价格战，杜绝恶性竞争，降标降质等违法违规行。
10月15日	襄阳	襄阳市住房和城乡建设局发出《关于对“雅居乐壹悦府（A 地块）”项目超低价销售商品房行为的督办函》，称襄阳雅乐源房地产开发有限公司未经该局批准对销售价格大幅降价，“严重扰乱市场秩序，对社会稳定造成极大的隐患”，责令其立即整改。要求该项目在售楼屋严禁以低于成本价的价格销售，须严格执行明码标价，并做好现场公示。
11月1日	镇江	镇江下辖的扬中市建筑房地产业商会近日发布倡议书，内容包括新开盘的房源 不低于备案价 85% 销售，在售楼盘同一楼层、同一户型的成交价不低于上季度成交均价的 95%。
11月2日	聊城	山东聊城住建局本月发布的一则通报显示：某品牌楼盘的降价促销引发老业主投诉，责令开发商对这 2 个楼盘的销售行为进行彻底整顿，整顿期间市房产交易中心暂停两个项目网签备案。同时，通报中还强调：其他企业要引以为戒，严格自律。

资料来源：各地政府官网，中银证券

图表 33. 部分出台“限跌令”的城市新房房价同环比增速

环比	202007	202008	202009	202010	202011	202012	202101	202102	202103	202104	202105	202106	202107	202108	202109	202110
长春	0.3	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-0.4	0.4	-0.2	-0.1	0.3	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.1
沈阳	0.8	1.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	0.8	0.0	0.3	0.6	0.9	0.7	0.5	0.3	-0.1	-0.3
岳阳	0.2	0.4	0.3	-0.7	-0.1	0.0	-0.3	0.4	-0.4	0.2	0.5	-0.4	-0.7	-0.3	-0.5	-0.7
昆明	0.3	0.9	0.2	0.8	0.2	0.3	0.4	0.7	0.8	1.0	0.0	-0.8	-0.5	-0.4	-0.7	-0.8
唐山	1.4	1.3	0.6	0.0	0.3	0.3	0.0	-0.2	0.2	0.3	0.1	0.4	-0.4	-0.6	-0.8	-0.7
桂林	0.0	-1.0	0.7	0.3	-0.2	0.2	-0.1	0.5	0.4	0.4	0.5	0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
惠州	1.0	1.9	0.7	0.3	-0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.7	0.5	0.0	-0.4	-0.3	-0.6
徐州	1.6	0.8	1.4	0.7	-0.1	0.0	0.7	1.2	0.3	0.9	0.7	0.7	0.3	0.1	-0.3	-0.3
安庆	-0.3	-0.7	0.2	0.5	0.3	0.4	0.2	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	0.4	-0.1
扬州	0.9	0.9	0.4	0.9	0.1	0.8	0.9	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1	0.6	0.0	-0.4	-0.4
襄阳	0.8	0.7	0.5	0.4	0.5	0.2	0.3	0.2	0.4	0.7	0.4	0.3	0.5	0.4	-0.1	-0.2

同比	202007	202008	202009	202010	202011	202012	202101	202102	202103	202104	202105	202106	202107	202108	202109	202110
长春	7.3	7.0	6.3	4.8	3.4	2.3	2.7	2.6	2.1	1.8	1.7	1.2	0.9	0.6	0.7	0.9
沈阳	9.0	9.2	8.2	6.8	6.0	5.0	5.8	5.1	5.1	4.9	4.7	4.5	4.2	3.4	3.3	3.1
岳阳	-0.9	-0.3	0.5	0.2	0.4	1.0	1.0	1.8	1.3	0.9	0.9	-0.1	-0.9	-1.7	-2.4	-2.4
昆明	7.5	7.3	6.1	5.4	5.0	5.6	5.6	6.5	7.5	7.5	6.8	4.7	3.8	2.4	1.5	0.0
唐山	16.1	15.4	15.4	13.4	11.7	11.2	9.8	9.2	8.3	6.9	5.9	4.7	3.1	1.2	-0.2	-0.9
桂林	3.1	1.7	1.4	1.5	0.9	0.9	0.3	1.2	2.0	1.8	1.8	1.8	1.6	2.3	1.1	0.0
惠州	7.3	8.7	9.2	9.0	8.1	7.6	7.1	7.4	7.9	8.0	7.5	6.3	5.1	2.8	1.8	0.9
徐州	11.6	11.6	11.9	11.9	11.4	10.0	10.0	10.3	10.1	9.9	9.7	9.2	7.9	7.2	5.5	4.5
安庆	-2.3	-3.1	-3.5	-3.2	-2.5	-2.0	-1.4	-1.5	-1.2	-1.2	-1.3	-0.9	-0.8	0.0	0.2	-0.4
扬州	9.1	8.3	7.5	7.7	7.1	6.6	7.0	7.7	8.0	8.5	8.8	9.3	9.0	8.1	7.3	6.0
襄阳	7.0	6.4	5.9	5.1	4.8	4.0	3.6	3.7	4.1	5.0	5.4	5.2	5.0	4.7	4.1	3.5

资料来源：国家统计局，中银证券

备注：打星为“限跌令”出台月份

1.4.2 库存压力过高、房价下滑过快、地市过冷且财政对土地出让金依赖度较高、人口流出明显的四类压力城市有望在需求端适度松绑

需求端已调整的城市多为库存压力大、房价面临下行压力、人口流出严重的城市。例如，东北地区商品房销售同比转负，沈阳、长春、哈尔滨出台相关政策。1-9月东北地区商品房销售面积同比转负（-2.0%），1-10月累计降幅再扩大至-5.4%，远低于全国7.3%的增速，且为唯一负增长的地区。从具体城市来看，东北地区沈阳、长春、哈尔滨3个省会城市成交较之2019、2020年同期下跌较多。我们认为“哈16条”出台的原因有以下三点：1) 库存压力较大：截至10月末，哈尔滨库存面积884万平，同比大幅增长80%，去化周期高达35.2个月。2) 房价面临下行压力：哈尔滨新房、二手房价格环比连续三个月负增长，10月分别环跌0.3%和0.5%，同比分别下降1.3%和0.7%。3) 城市人口流出严重，七普常住人口1001万，较六普减少62.6万。

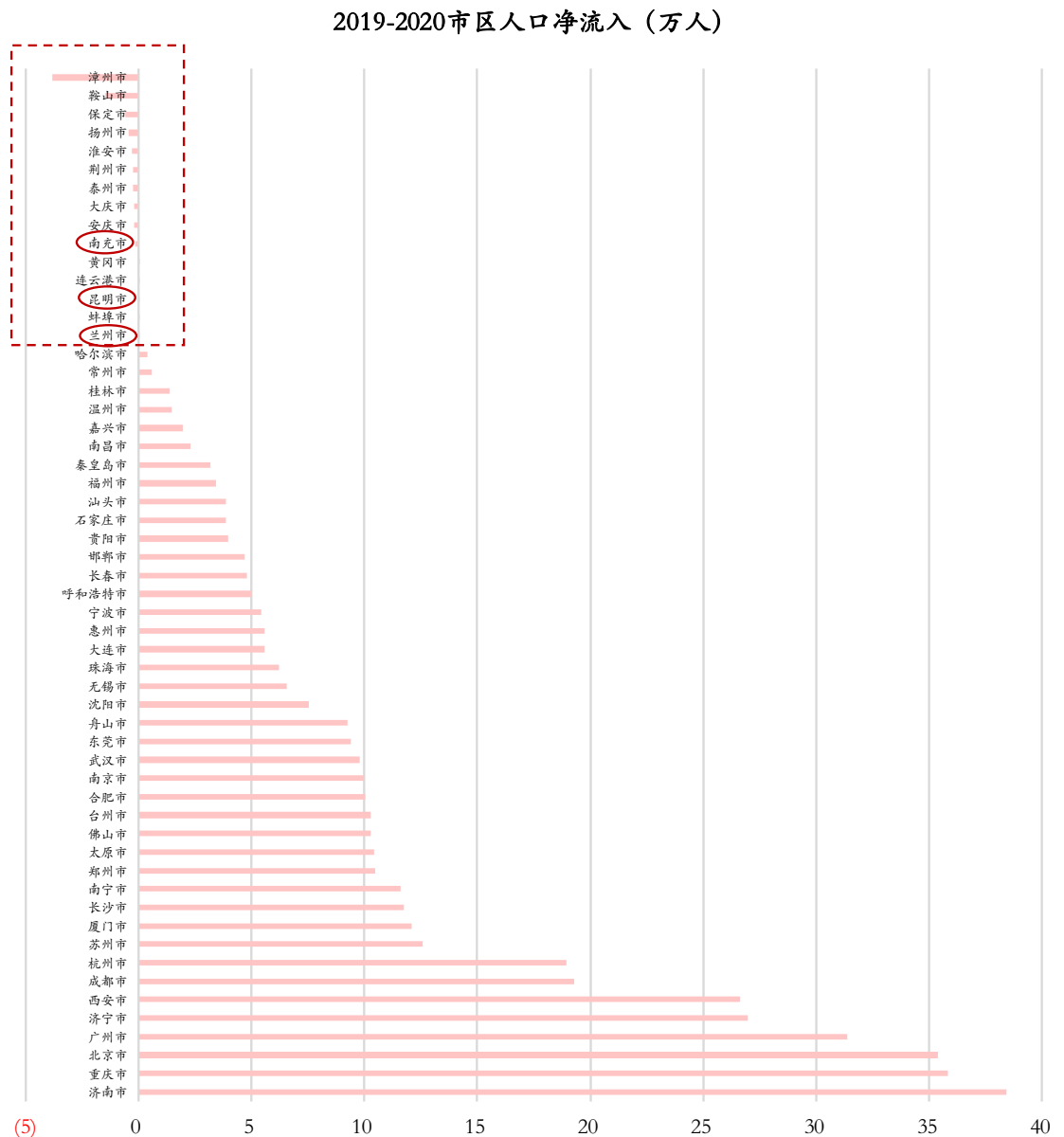
图表 34. 部分城市成交较之 2019、2020 年同期下跌较多，出台了相关政策

城市	2021年1-10月商品住宅成交面积(万平)	同比	较2019年同期	相关政策
沈阳	909	-14.0%	-33.2%	8月17日，沈阳政府约谈部分房企，规范房企降价销售行为，维护市场秩序，9月9日，沈阳提高人才购房补贴标准，博士、硕士、本科技师首次购房分别补贴7、4、2万元。
长春	339	-51.3%	-58.7%	9月13日，长春发布购房补贴，首次购买90平方米以下商品房的留长就业人才及进城农民，分别按50元/平方米、80元/平方米额度予以补贴。
哈尔滨	252	-29.9%	-48.4%	10月10日，哈尔滨出台“十六条”政策全方位稳楼市。 房企端 ，降低预售取证门槛、加快预售资金返还、降低土地增值税预征率等，减轻企业流动资金压力； 购房者端 ，发放购房补贴、放宽二手房公积金贷款年龄年限，促进购房需求释放。
宜昌	193	-10.0%	26.5%	11月6日，宜昌市出台人才购房补贴，首次在宜昌就业后2年内，购房时发放“购房首付款补贴券”，博士10万元、硕士6万元、本科专科5万元，在市场上买房时抵扣房款；使用公积金贷款时，按宜昌城区最高额度50万元的1.2至1.5倍系数申请，最高可贷75万元。
郑州	796	-10.1%	-30.8%	10月27日，郑州对房地产销售价格、资金监管、房源信息等多个方面提出了指导建议，要求严格落实收费标准公示制度，倡导一站式服务和一次性收费。佣金、代理费(渠道费)等收取比例应通过友好协商确定。不采用胁迫、捆绑等不正当手段高收费、乱收费，谋取不当利益。
南宁	538	-31.0%	-40.7%	11月3日，南宁发布高层次人才购房补贴，按照高层次人才认定的类别分类实施首次购房补贴，对A、B、C、D、E各类人才分别予以200万元、120万元、60万元、40万元、20万元购房补贴。

资料来源：克而瑞，中银证券

我们认为，接下来四类压力城市有望在需求端适度松绑：1) **库存压力过高的城市**。根据克而瑞数据，哈尔滨、烟台、沈阳、惠州等21个城市库存去化周期突破20个月，烟台、哈尔滨等城市更是超过30个月。2) **房价下滑过快的城市**。从国家统计局公布的70个大中城市住宅销售价格变动情况来看，常德、南充、昆明、唐山、秦皇岛、岳阳等城市连续四个月及以上环比下跌，太原、哈尔滨、郑州、兰州等城市连续三个月环比下跌，相对而言，这些城市面临较大的房价下行压力。3) **土地市场过冷，同时地方财政对土地出让金依赖较大的城市**。例如：昆明、哈尔滨、桂林、宜昌、太原、兰州等地。4) **人口流出明显的城市**。2020年人口净流出较多的城市有漳州、鞍山、保定、扬州、淮安、荆州等。昆明、哈尔滨、桂林、太原、兰州五个城市同时满足了库存压力大、房价连续3个月以上下降、土地市场过冷同时地方财政对土地出让金依赖较大以上三个条件，南充在房价连续下跌的同时，人口也出现净流出，以上城市政策调整预期相对较强。

图表 38. 2020 年人口净流出较多的城市有漳州、鞍山、保定、扬州、淮安、荆州等



资料来源：国家统计局，中银证券

数据说明：圈出的城市为库存压力大、房价下行、土地市场过冷同时地方财政对土地出让金依赖较大以上三个条件满足至少其一的。

1.5 解决核心矛盾的政策方向有：结构性扶持型政策与政府土地让利

考虑到行业对经济增长、地方财政的贡献度较大，基本面持续下行，投资尚未见底是经济增长、地方财政当前最大的隐忧，我们认为供需端政策有进一步适度调整。我们认为政策调整的力度将与 2022 年第二季度的指标情况密切相关：若 2022 年二季度销售有回暖迹象，政策大概率以结构性微调为主，若二季度各项指标仍没有回暖迹象，供需端政策均有进一步适度调整的可能，调整主要方向将聚焦解决行业当前最主要的核心矛盾（即销售景气度下行与行业利润率持续走低）。

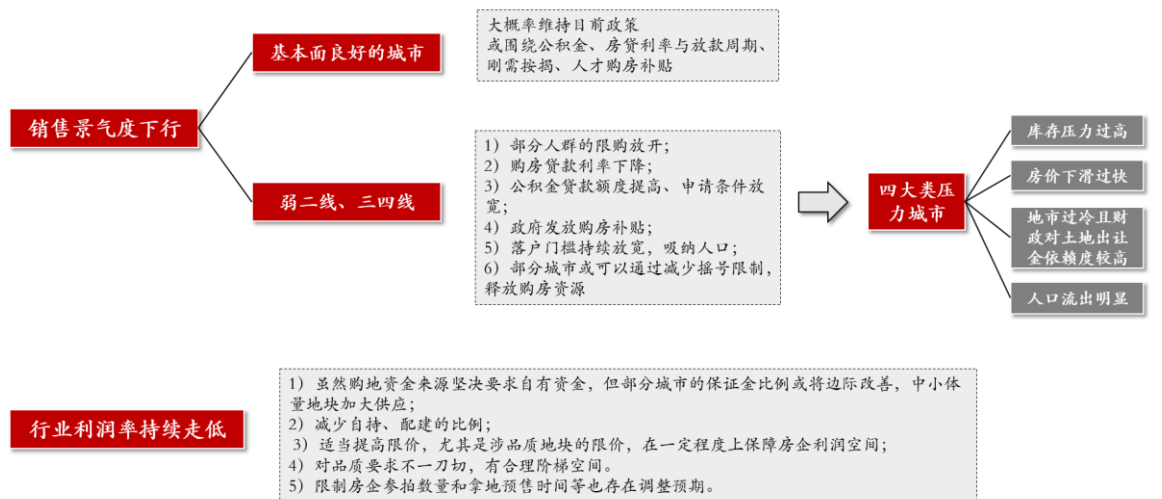
我们认为针对当前房地产行业的两大核心矛盾，未来政策面的微调方向有：

在“房住不炒”的大基调下，以及考虑政府对政策的定力，我们认为针对销售景气度下行的矛盾，基本面良好的城市将大概率维持目前的政策，仅可能围绕公积金、房贷利率和放款周期、刚需按揭、人才购房补贴等方式进行调整。在市场信心恢复后，这些城市预计会先复苏。而弱二线、三四线城市结构性的扶持型政策出现的可能性较大，尤其是1.4.2中所提及的四大类压力城市有政策跟进的可能。主要的调整方向有：1) 部分人群的限购放开；2) 购房贷款利率下降；3) 公积金贷款额度提高、申请条件放宽；4) 政府发放购房补贴；5) 落户门槛持续放宽，吸纳人口；6) 部分城市或可以通过减少摇号限制，释放购房资源。

针对行业利润率下行，我们认为供地政策有进一步调整的可能，政府让利以保障房企利润空间。虽然重点城市第二批次地块下调了最高溢价，但推出地块的底价、试点规则、品质要求、捆绑限制（例如定/竞品质的同时要求现房销售）等出让条件较首批未有明显改善，部分地块甚至更为严苛，因此地块利润空间改善仍然不及预期。预计政府未来或将更多在土地出让环节让利，加强精细化管理，合理调整地块的体量大小、底价、捆绑限制、试点规则等出让条件，在一定程度上保障房企利润空间，逐步引导房企提升产品的质量。

1) 虽然购地资金来源坚决要求自有资金，但部分城市的保证金比例或将边际改善，中小体量地块加大供应；2) 减少自持、配建的比例；3) 适当提高限价，尤其是涉品质地块的限价，在一定程度上保障房企利润空间；4) 对品质要求不一刀切，有合理阶梯空间。此外，限制房企参拍数量和拿地预售时间等也存在调整预期。

图表 39. 针对当前房地产行业的两大核心矛盾，我们预计政策面的微调可能有以下方向



资料来源：中银证券

2022年地产核心指标预测：销售-5%~-3.5%，新开工-5.5%，投资+2.1%，竣工+3.0%

我们对 2021 年、2022 年的地产核心指标进行预测：1) 2021、2022 年销售面积同比增速分别为 -1.7%~-1.6%、-5%~-3.5%。2) 2021、2022 年房地产开发投资额增速分别为 4.3%、2.1%。3) 2021、2022 年新开工面积同比增速分别为-9.0%、-5.5%。4) 2021、2022 年竣工面积同比增速分别为 8.8%~9.2%、3.0%~3.1%。

图表 40. 2021 年、2022 年地产核心指标预测

房地产核心指标预测						
指标	预测方法	数值和增速	2019	2020	2021E	2022E
销售面积	方法一：按都市圈测算	销售面积 (万平)	171,558	176,086	173,162	167,059
		销售面积增速	-0.1%	2.6%	-1.7%	-3.5%
	方法二：按城市能级测算	销售面积 (万平)	171,558	176,086	173,348	164,614
		销售面积增速	-0.1%	2.6%	-1.6%	-5.0%
开发投资额	按工程建造测算	房地产开发投资额	132,194	141,443	147,518	150,627
		投资增速	9.9%	7.0%	4.3%	2.1%
新开工面积	土地购置面积拟合关系法	新开工面积 (万平)	227,154	224,433	204,331	193,099
		新开工增速	8.5%	-1.2%	-9.0%	-5.5%
竣工面积	方法一：结构-整体法	竣工面积 (万平)	95,942	91,218	99,585	102,668
		竣工增速	2.6%	-4.9%	9.2%	3.1%
	方法二：大数据法	竣工面积 (万平)	95,942	91,218	99,256	102,208
		竣工增速	2.6%	-4.9%	8.8%	3.0%

资料来源：国家统计局，中银证券

2.1 销售：预计销售面积增速 21E -1.7%~-1.6%，22E -5%~-3.5%

我们预计 2021 年、2022 年销售面积增速分别为 -1.7%~-1.6%、-5%~-3.5%，销售金额增速分别为 2.1%~2.6%、-0.6%~1.3%，销售均价增速分别为 3.7%~4.3%、4.6%~5%。我们采用都市圈法和城市能级法两种方法，拆分省份和城市销售面积及销售均价根据城市基本面、城市当前成交量价情况等分别进行测算，加总可得：1) 按照都市圈来计算，2021 年销售面积增速为-1.7%，销售均价增速为 4.3%，销售金额增速 2.6%；2022 年销售面积增速为-3.5%，销售均价增速为 5.0%，销售金额增速为 1.3%。2) 按照城市能级来计算，2021 年销售面积增速为-1.6%，销售均价增速为 3.7%，销售金额增速 2.1%；2022 年销售面积增速为-5.0%，销售均价增速为 4.6%，销售金额增速为-0.6%。

图表 41. 按照都市圈来计算, 2021、2022 年销售面积增速分别为-1.7%、-3.5%, 销售均价增速分别为 4.3%、5.0%, 销售金额增速分别为 2.6%、1.3%

销售面积预测方法一：按都市圈					
指标	都市圈	2019	2020	2021E	2022E
销售金额 (亿元)	全国	159,725	173,613	178,066	180,420
销售金额增速		6.5%	8.7%	2.6%	1.3%
销售面积 (万平)		171,558	176,086	173,162	167,059
销售面积增速		-0.1%	2.6%	-1.7%	-3.5%
销售均价 (元/平)		9,310	9,860	10,283	10,800
销售均价增速		6.6%	5.9%	4.3%	5.0%
销售面积 (万平)		三大都市圈合计	46,594	50,681	52,405
	三大都市圈以外	124,964	125,405	120,757	113,319
销售面积增速	三大都市圈合计	0%	9%	3.4%	2.5%
	三大都市圈以外	-0.1%	0.4%	-3.7%	-6.2%
数据说明	三大都市圈为京津冀、长三角、珠三角；三大都市圈以外包括 Tier 2 City 和其他城市。 我们根据以下分类拆分测算： 1) 京津冀：北京、天津、河北 2) 长三角：上海、浙江、江苏 3) 珠三角：广东 4) Tier 2 City：厦门、合肥、沈阳、大连、青岛、济南、西安、武汉、郑州、成都、重庆				

资料来源：国家统计局，克而瑞，中银证券

图表 42. 按照城市能级来计算, 2021、2022 年销售面积增速分别为-1.6%、-5.0%, 销售均价增速分别为 3.7%、4.6%, 销售金额增速分别为 2.1%、-0.6%

销售面积预测方法二：按城市能级					
指标	城市能级	2019	2020	2021E	2022E
销售金额 (亿元)	全国	159,725	173,613	177,238	176,115
销售金额增速		6.5%	8.7%	2.1%	-0.6%
销售面积 (万平)		171,558	176,086	173,348	164,614
销售面积增速		-0.1%	2.6%	-1.6%	-5.0%
销售均价 (元/平)		9,310	9,860	10,224	10,699
销售均价增速		6.6%	5.9%	3.7%	4.6%
销售面积 (万平)	一二线城市	38,413	30,648	30,549	30,462
	所有三四线城市	133,145	145,439	142,799	134,152
销售面积增速	一二线城市	-10.6%	-20.2%	-0.3%	-0.3%
	所有三四线城市	3.4%	9.2%	-1.8%	-6.1%
数据说明	一线城市：北京、上海、广州、深圳 二线城市：杭州、南京、苏州、珠海、厦门、福州、青岛、济南、武汉、长沙、郑州、合肥、南昌、成都、重庆、西安、昆明 所有三、四线城市包括强三四线城市包括其他三四线城市。 其中强三、四线城市：无锡、东莞、惠州、岳阳、韶关、南宁、河源、中山、东营、淮安、莆田、常德、镇江、盐城、三明、烟台、徐州、舟山、温州、泰州、宁波、梅州、清远、江门、肇庆、北海、芜湖、汕头、常州、佛山、湖州、台州				

资料来源：克而瑞，国家统计局，中银证券

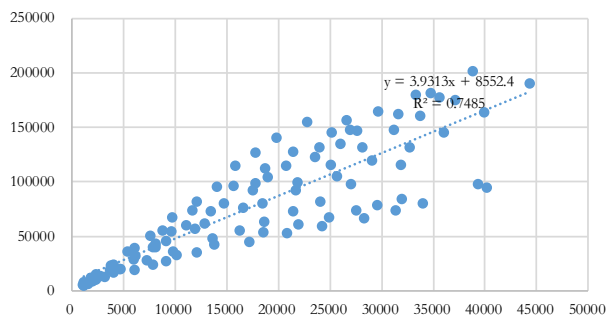
2.2 新开工：预计新开工面积增速 2021E -9.0%，2022E -5.5%

新开工我们主要采取土地购置面积拟合法，主要分为以下几步：

- 1) 根据我们的相关性分析，土地购置面积 (x) 与新开工面积(y)相关性最高，2007 年-2015 年两者相关系数为 0.87，两者的拟合关系为 $y=3.9313x+8552.4$ ；2016 年后由于行业高周转模式盛行，两者拟合关系为 $y=7.7575x+16315$ (相关系数为 0.95)。
- 2) 同时，我们进行了反推复核，2019、2020 年的实际新开工面积/拟合关系所得的新开工面积的比例为 1.05，整体拟合效果较好。结合销售面积的预测，销售开工比预计为 85%，与过去五年均值持平。
- 3) 假定 2021 年和 2022 年土地购置面积增速分别为-10%与-6%的情况下，新开工面积增速预计分别为-9.0%与-5.5%

图表 43. 2007 年-2015 年土地购置面积 (x) 与新开工面积(y) 相关系数为 0.87，两者的拟合关系为 $y=3.9313x+8552.4$

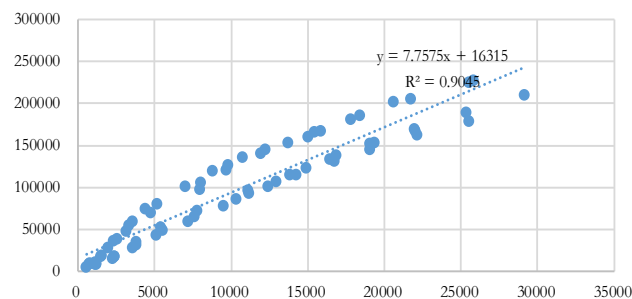
2007-2015年土地购置面积 (x)与新开工面积(y) 拟合关系



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 44. 2016 年后由于行业高周转模式盛行，土地购置面积 (x) 与新开工面积 (y) 拟合关系为 $y=7.7575x+16315$ (相关系数为 0.95)

2016年至今土地购置面积 (x)与新开工面积(y) 拟合关系



资料来源：国家统计局，中银证券

2.3 竣工：预计竣工面积增速 21E 8.8~9.2%，22E 3.0~3.1%

方法一：预计 21、22 年商品房竣工增速为 9.2%、3.1% (结构-整体法)，具体预测方法分为以下四步：

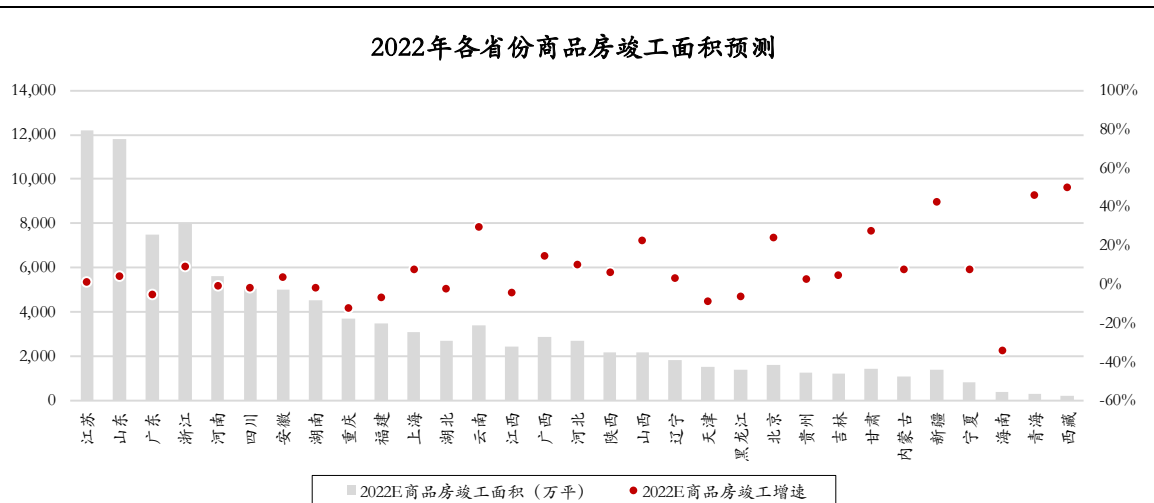
- 1) 住宅竣工历史完成情况。将每个省份 T-2 和 T-3 的新开工增速均值作为当年该省份的竣工增速，计算 2015-2020 年的理论竣工面积，当实际竣工面积/理论竣工面积小于 1，意味着竣工不达预期。
- 2) 根据历史住宅竣工预期完成度，将所有省份分为 5 类。回溯 2015-2020 年的竣工预期完成度，我们将所有省份分为以下四类：a) 六年住宅竣工均完成预期，2021 和 2022 年仍按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值预测当年竣工增速。b) 1 年不达预期，2021 和 2022 年按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.01 预测。c) 2 年不达预期，2021 和 2022 年按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.02 预测。d) 3 年不达预期，按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.04 预测。e) 4 年不达预期，2021 和 2022 年按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.05 预测。
- 3) 预测住宅竣工增速及面积。我们预计 2021、2022 年住宅竣工面积预计分别可达 7.55 和 7.87 亿平，同比增速分别为 14%和 4%。
- 4) 预测商品房竣工增速及面积。2020 年全国住宅竣工/商品房竣工为 72%，根据各省份住宅竣工/商品房竣工趋势 (35%-82%之间)，我们预计 2021、2022 年商品房竣工面积分别可达 9.96 和 10.27 亿平，同比增速分别为 9.2%和 3.1%。

图表 45. 根据历史住宅竣工预期完成度，将所有省份分为 5 类

分类	省份	系数
15-20 年连续六年住宅竣工均完成预期	河北、内蒙古、辽宁、黑龙江	按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值预测当年竣工增速
15-20 年中有 1 年不达预期	北京、吉林、甘肃、青海、新疆	按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.01 预测当年竣工增速
15-20 年中有 2 年不达预期	贵州、宁夏	按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.02 预测当年竣工增速
15-20 年中有 3 年不达预期	天津、山西、上海、江苏、福建、河南、湖北、湖南、广西、重庆、四川、云南、西藏、陕西	按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.04 预测当年竣工增速
15-20 年中有 4 年不达预期	浙江、安徽、江西、山东、广东、海南	按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值*1.05 预测当年竣工增速。

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 46. 2022 年各省份商品房竣工面积预测



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 47. 我们预计 2021、2022 年商品房竣工面积分别可达 9.96 和 10.27 亿平，同比增速分别为 9.2% 和 3.1%



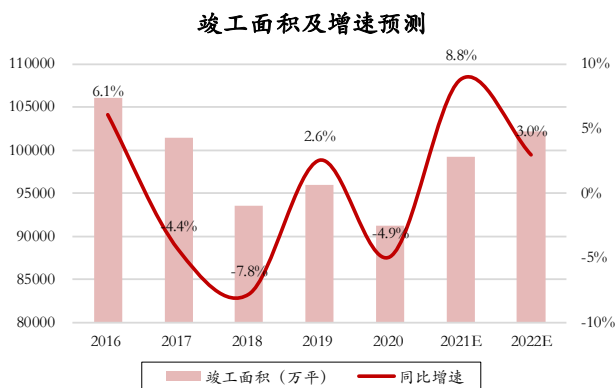
资料来源：国家统计局，中银证券

方法二：预计 21、22 年商品房竣工增速可达 8.8%、3.0%（大数据法）：

- 1) 我们大数据微观加总的方法，统计了克而瑞所有住宅项目的预期竣工时间和交付数据，得出未来竣工排布情况。
- 2) 2020 年克而瑞住宅样本的竣工交付面积为 6.21 亿平，基本覆盖了统计局披露的住宅竣工面积 6.59 亿平的 94%，数据具有较强的参考性。
- 3) 基于现有项目，2021-2022 年住宅竣工面积预计分别可达 7.15 和 7.36 亿平，同比增速分别为 8.4% 和 3.0%。
- 4) 其中，2021 年一线竣工占比 7.3%，二线竣工占比 52.0%，三四线竣工占比 40.7%。住宅竣工面积一、二、三线住宅竣工面积 2021 年增速分别为 123%、0% 和 9%，2022 年分别为 -78%、-23%、-39%
- 5) 2021-2022 年商品房竣工面积预计分别可达 9.9 和 10.2 亿平，同比增速分别为 8.8% 和 3.0%。

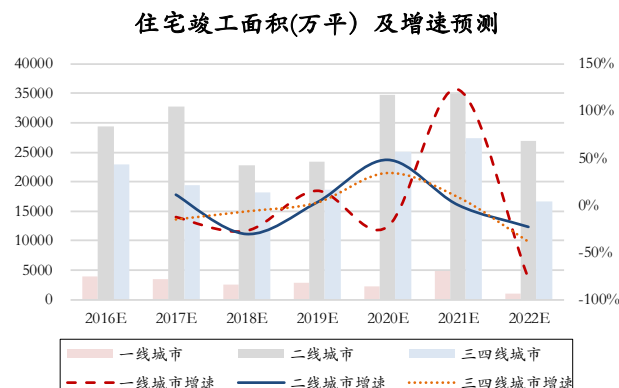
数据说明：包含全国 104 个城市，其中一线城市 4 个，二线城市 26 个，三四线城市 74 个。

图表 48. 我们预计 2021-2022 年商品房竣工面积预计分别可达 9.9 和 10.2 亿平，同比增速分别为 8.8% 和 3.0%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 49. 住宅竣工面积一、二、三线住宅竣工面积 2021 年增速分别为 123%、0% 和 9%，2022 年分别为 -78%、-23%、-39%



资料来源：国家统计局，中银证券

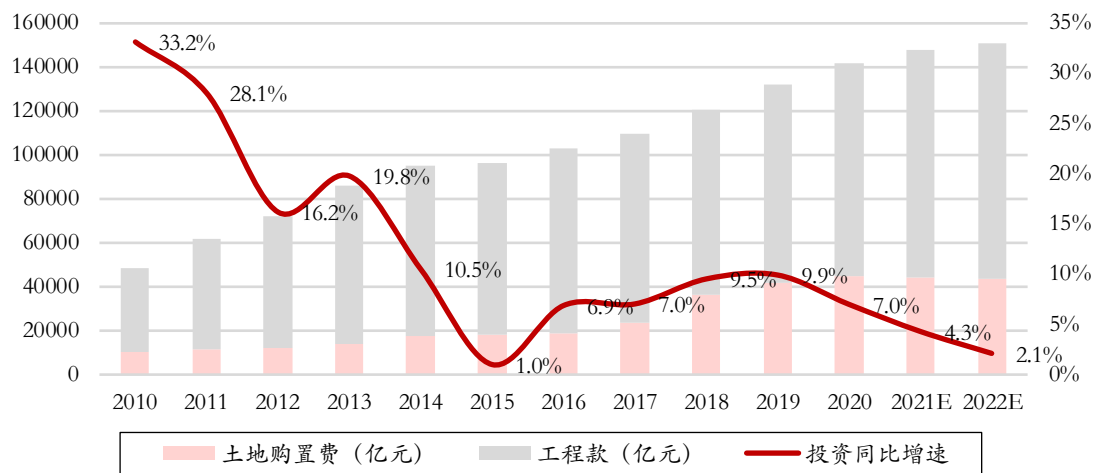
2.4 投资：预计房地产投资增速 2021E 4.3%，2022E 2.1%

按工程建设测算，预计 2021、2022 年房地产开发投资额增速分别为 4.3%、2.1%：

- 1) 房地产开发投资额可分为土地投资和工程款两部分进行预测。
- 2) 土地投资：假设 2021、2022 年土地购置面积 -10%、-6%，结合我们预计的土地均价增速，得到土地投资（土地购置费）分别为 -1%、-1%。
- 3) 工程款：根据 2.1 中关于新开工的预测、2.3 中关于竣工的预测、给予一定的复工比例（90%）得出施工面积，再根据平均造价（增速：2%）得出 2021、2022 年工程款增速分别为 6.7% 和 3.6%。
- 4) 土地投资+工程款得到 2021、2022 年房地产开发投资额分别为 14.75 和 15.06 亿元，同比增速分别为 4.3% 和 2.0%。

图表 50. 我们预计 21、22 年房地产开发投资额增速分别为 4.3%、2.1%

房地产开发投资完成额预测



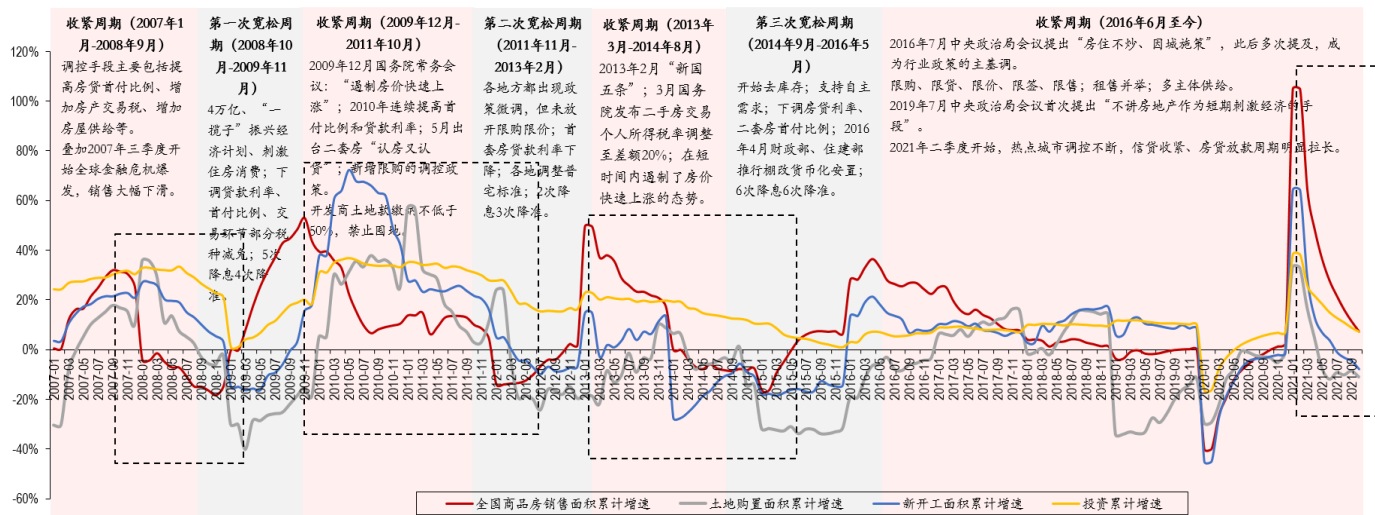
资料来源：国家统计局，中银证券

3 土地成交、新开工下行将持续多久？土地成交持续下行对经济的影响有多少？

3.1 不同于以往地产下行周期，供给与需求下行基本同步，本轮供给端先于需求转负

过去三轮地产销售负增长通常持续一年左右，累计销售转负前地产调控政策均明显加码，带动房地产需求端率先走弱，供给下行相对滞后。而本轮地产周期供给与需求下行基本同步，领先于需求转负。从供给端来看，不同于以往地产下行周期，土地购置面积累计增速、新开工面积累计增速、商品房销售面积累计增速在今年2月同时见顶后，土地购置面积于5月先行转负，新开工累计同比7月转负，而商品房销售面积到10月累计增速7.3%，仍然为正，只是单月增速自7月开始转负。我们认为本轮周期与以往周期不同的主要原因在于本轮周期中出现了较大力度的供给端的调整。以往周期中供给端主要是受到需求端下滑，影响了房企的拿地和新开工意愿，而本轮周期中供给侧调控不断，尤其是“三道红线”以来，房企主动去杠杆，对规模的诉求明显下降，寻求更加稳健的发展，促使土地成交与新开工的下行先一步出现。从前三轮周期来看，销售下行的拐点领先于土地成交、新开工下行2~4个季度左右，本轮周期由于供给端的下行与需求端下行基本同步，且供给端率先转负，土地成交与新开工下行使得后续入市项目变少、销售下行，又进一步削弱了房企拿地和新开工的意愿，我们认为投资见底大概率在二季度出现。

图表 51. 从供给端来看，不同于以往地产下行周期，供给端率先转负



资料来源：国家统计局，中银证券

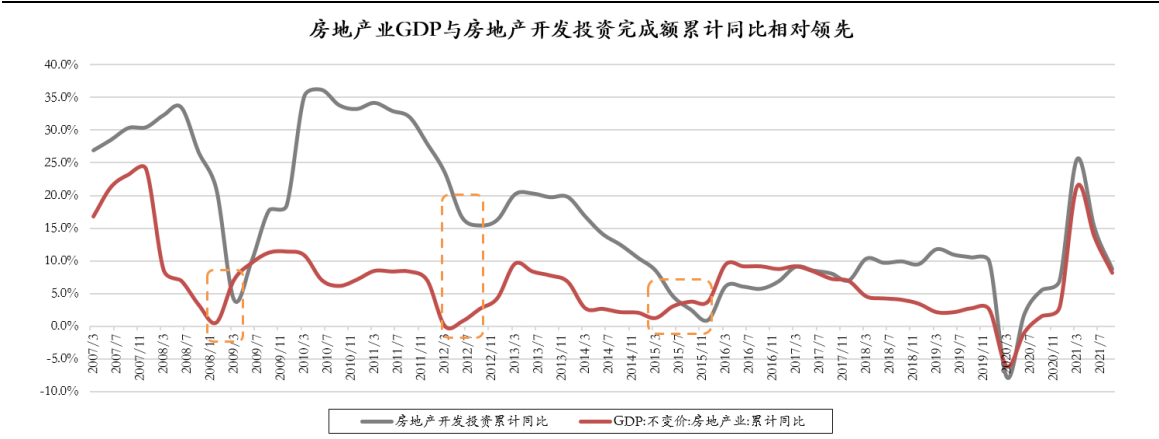
3.2 预计 2022 年房地产投资对 GDP 的拉动为 0.28pct，较 2011-2020 年平均拉动 1.51pct 明显下降

房地产业 GDP 与地产销售基本同步，在前几轮周期中对房地产投资有一定领先性，拐点领先约 1~2 季度；本轮周期房地产业 GDP 与投资基本同步。除去 2020 年一季度新冠疫情影响，2008 年至今有三次房地产业 GDP 增速的低点，均小于 2.0%，分别是 2008 年四季度、2012 年一季度和 2015 年上半年。

1) 2008 年四季度：2008 年受次贷危机冲击房地产市场萎靡，四季度房地产业 GDP 累计同比增速 0.6%；2) 2012 年一季度：是由于“四万亿”刺激后房价快速上涨引发行业政策在 2011 年 11 月开始收紧，房地产 GDP 累计同比增速滑落至谷底 0.1%；3) 由于库存过剩和销售乏力下，房企面临一定的去库存压力，拿地意愿有所减弱，2015 年一季度房地产业 GDP 累计同比增速持续下滑至 1.3%；2015 年房地产市场的走弱主要体现在投资，房地产投资同比增速持续低于 GDP 增速，一直是经济增长引擎的房地产开始拖累经济。

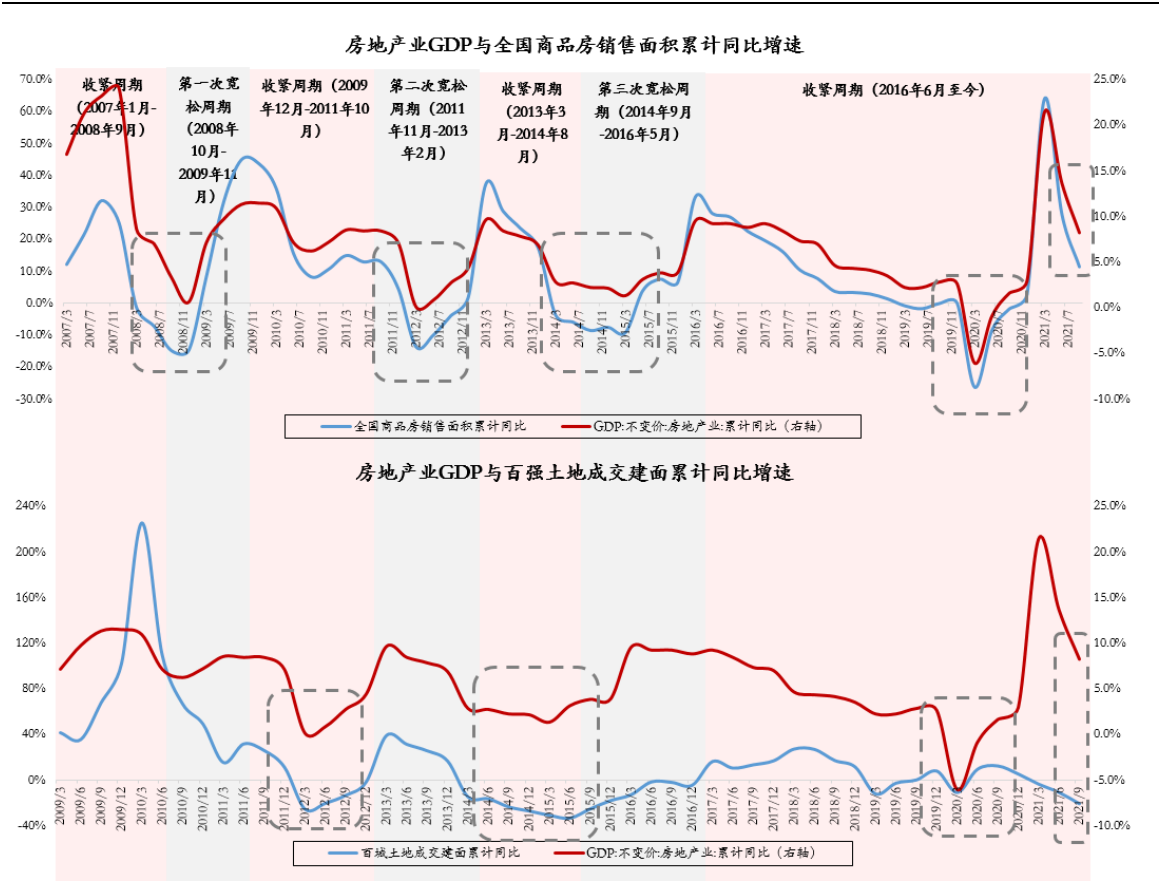
此前，房地产业 GDP 的拐点领先房地产开发投资额，其主要原因在于：1) 增加值反映的是行业创造价值的能力，当房地产业 GDP 增速上升时，说明该行业的赚钱效应增加，吸引资金向房地产行业集聚，后续带动投资额增速上升；而当前房地产业 GDP 增速处于下行通道，赚钱效应下降、各微观主体对于行业都较为悲观，都将体现在投资上。2) 房地产业 GDP 除了地产开发业务以外，还囊括了更多相关子行业（物业管理、房地产中介服务、房地产租赁等），子行业经营结果也已经反映在当期的 GDP 当中，这些经营结果所传递出来的信息也会在行业内形成一种反馈，对全行业的未来开支甚至外部的资金流动产生影响。本轮周期的同步性主要是由于供给端先于需求端下行，投资与销售的同步性较高，土地成交先于房地产业 GDP 下行。

图表 52. 房地产业 GDP 对房地产投资有一定领先性，拐点领先约 1~2 季度，本轮同步性较强



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 53. 房地产业 GDP 与销售同步性较高，本轮土地成交先于房地产业 GDP 下行



资料来源：国家统计局，中银证券

土地是房地产投资的原材料，这决定了拿地是房地产投资的领先指标，土地成交领先房地产投资 6-9 个月。一方面，土地购置费按实际发生额纳入投资，分期付款和分期开发均分期计入，因此投资中的土地投资也滞后于拿地。另一方面，获得土地使用权的房企，在取得施工许可证之后，方可开工建设。土地成交规模的明显缩量对后续土地投资与新开工均产生负面影响，使整体地产开发投资与 GDP 增长承压。

今年土地规模明显缩量将拖累后续房地产开发投资与 GDP，我们对土地下行对房地产开发投资额和 GDP 的影响进行了敏感性分析。假设 2022 年土地购置面积为 0%、-6%、-10% 三种情况下，预计 2022 年房地产投资增速分别为 4.5%、2.1% 和 0.5%，对 GDP 的拉动在 0.066~0.616 个百分点之间，显著低于过去十年间房地产投资对 GDP 拉动的均值（1.51 个百分点）。

1) 在 2.3 中我们已经对房地产开发投资完成额进行了预测，预计 2021 年房地产投资 14.75 万亿元，增速为 4.3%。在此基础上，我们首先对 2022 年的房地产投资进行测算，假设 2022 年土地购置面积为 0%、-6%、-10% 三种情况下，2022 年房地产投资增速分别为 4.5%、2.1% 和 0.5%。（具体测算过程详见 2.3）

2) 根据房地产投资对 GDP 增长的拉动 = GDP 增长速度（即时(T 年 GDP-T-1 年 GDP)/(T-1 年 GDP)）与房地产投资对 GDP 贡献率（房地产投资增量与 GDP 增量之比）之乘积，我们简化公式后得到，房地产投资对 GDP 增长的拉动 = T 年房地产投资增量 / T-1 年 GDP。

3) 我们根据房地产开发投资/GDP 的比重预测 2021 年 GDP，由此推算房地产投资对 GDP 增长的拉动。预计今年投资拉动 GDP 增长 0.60 个百分点。2021 年 1-9 月房地产投资/GDP 为 13.7%，从历史情况看，四季度单季相对而言该比例低于前三季度，因此全年房地产投资/GDP 大概率低于 13.7%。在中性假设（2022 年土地购置面积同比增速 -6%、2021 年房地产投资/GDP 为 13.5%）下，2022 年房地产投资增速 2.1%，拉动 GDP 0.285 个百分点。敏感性分析下，2022 年房地产投资对 GDP 的拉动在 0.066~0.616 个百分点之间，相较于 2011-2020 年平均拉动 1.51 个百分点明显下降，下降 0.89~1.44 个百分点。

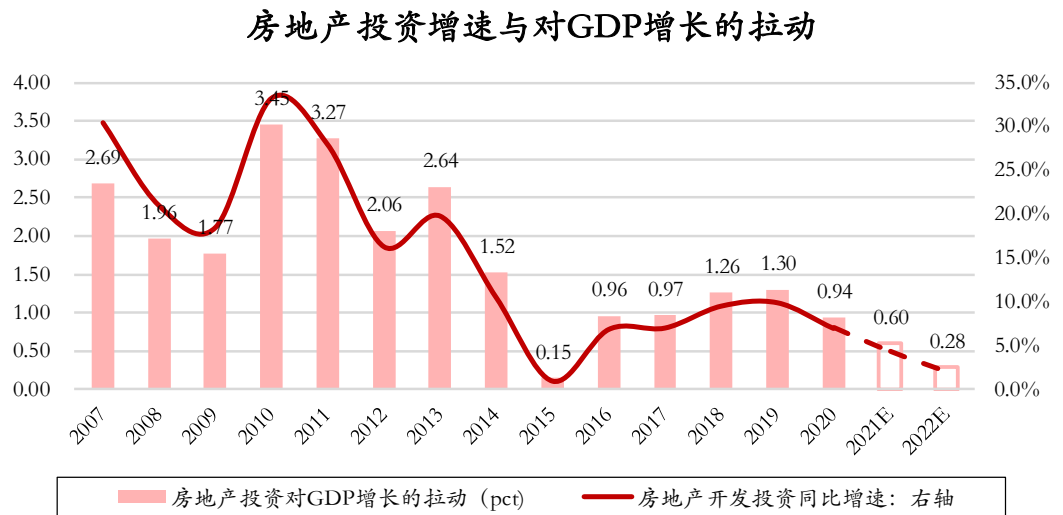
指标说明：房地产投资对 GDP 的贡献率是指房地产投资对国内生产总值增长速度的贡献率，等于房地投资的增量与 GDP 增量之比。房地产投资对国内生产总值增长的拉动是指 GDP 增长速度与房地产投资对 GDP 贡献率之乘积。

图表 54. 敏感性分析下，2022 年房地产投资对 GDP 的拉动在 0.066~0.616 个百分点之间

测算 2022 年房地产投资对 GDP 增长的拉动		2021 年房地产开发投资/GDP				
		13.3%	13.4%	13.5%	13.6%	13.7%
2022 年土地购置面积增速	0%	0.598	0.603	0.607	0.612	0.616
	-6%	0.280	0.282	0.285	0.287	0.289
	-10%	0.066	0.067	0.067	0.068	0.068

资料来源：国家统计局，中银证券

图表 55. 中性假设下，2022 年房地产投资增速 2.1%，拉动 GDP 0.285 个百分点，较 11-20 年平均拉动 1.51 个百分点明显下降



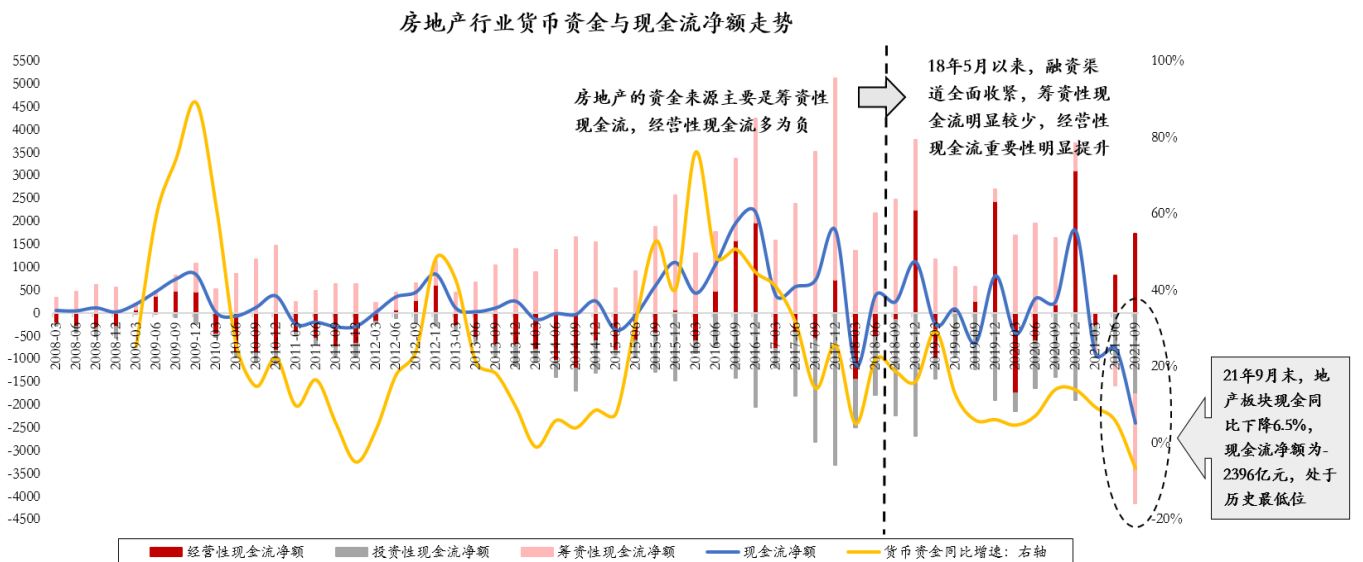
资料来源：国家统计局，中银证券

4 房企的资金压力有多大？

4.1 资金面触底：当前销售、融资与监管三方压力下，房企资金链承受巨大压力

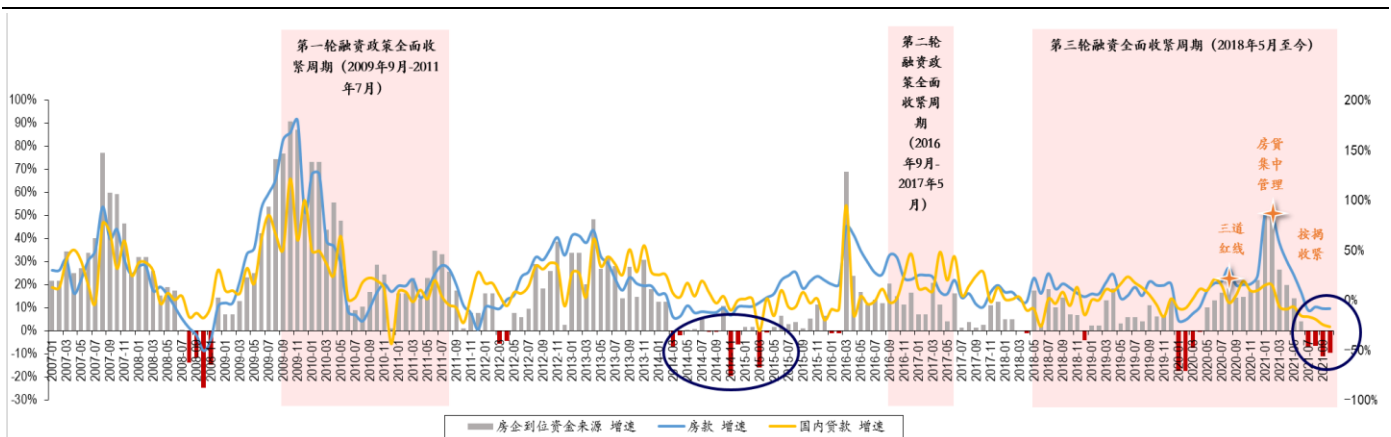
行业整体现金流紧张，面临较大的财务和经营压力。从房企现金流情况来看，截至2021年9月末，128家A股房企的现金持有量为1.20万亿元，同比下降6.5%，增速处于历史最低位；2021年前三季度现金流净额为-2396亿元，处于历史最低位，今年以来已经连续三个季度为负。同时我们可以看到，2018年以前，房地产的资金来源主要是筹资性现金流，经营性现金流多为负；2018年5月以来，融资渠道全面收紧，筹资性现金流开始明显较少，融资所得现金作为辅助，经营性现金流的重要性明显提升。从到位资金来看，2021年上半年房企到位资金15.15万亿，同比增长11.1%；三季度单季同比下降8.4%，连续三个月同比负增长。从房地产周期来看，剔除金融危机与新冠疫情等外部因素，历史上仅出现过两个时期，短期内超过4个月到位资金处于负增长。现阶段与2014年3月-2015年4月非常相似，均处于销售持续下行时期（2014年1月-2015年3月销售连续15个月负增长），同时也是资金比较紧张的周期。但是与现阶段不同的是，2014年的宏观政策以及融资环境相对好于当前，到位资金的紧张主要是销售下行所引发的；现阶段房企销售回款和外部融资都受到了限制，资金紧张程度远高于2014年。

图表 56. 截至 2021 年 9 月末，地产板块现金持有量为 1.2 万亿元，同比下降 6.5%，现金流净额为 -2396 亿元，处于历史最低位



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 现阶段房企到位资金与 2014 年 3 月-2015 年 4 月相似，短期内超过 3 个月出现负增长

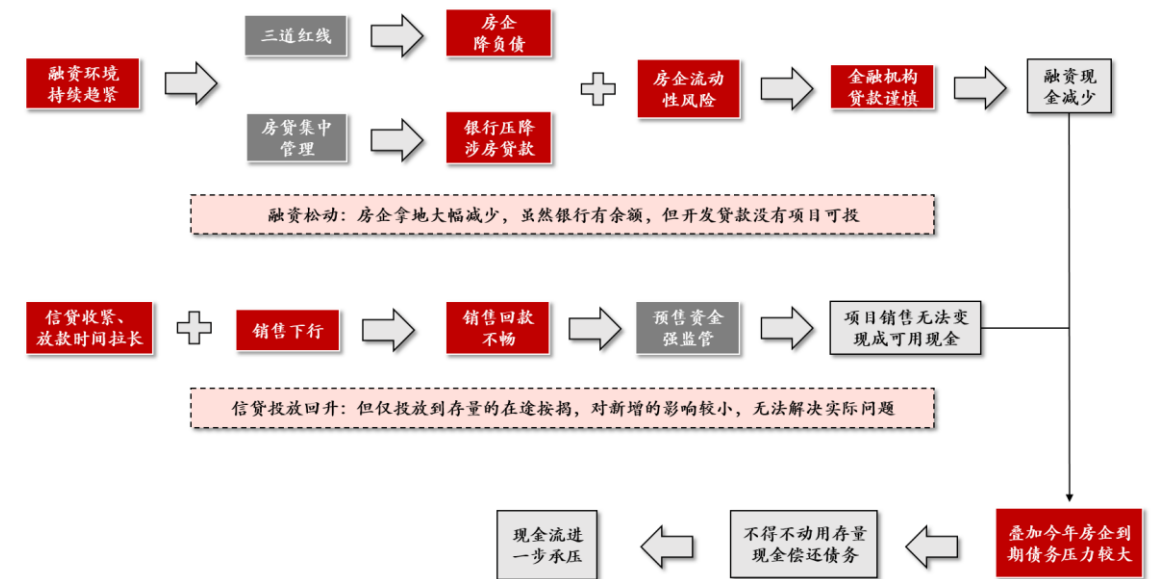


资料来源：国家统计局，中银证券

目前行业资金面处在多重困境当中：

- 1) 前期融资环境持续趋紧，尤其是房贷集中管理政策出台后，银行涉房贷款压降，二季度以来部分房企出现流动性危机后，金融机构对于房地产的贷款更加谨慎，房企融资减少。尽管现阶段金融机构对房企的融资有所放开，包括对于开发贷的投放意愿，但是由于房企在“三道红线”的压力下+新增拿地意愿大幅减弱，导致现在的状况是即使银行有额度，但没有足够的优质开发项目可投。
- 2) 在途按揭量增加+预售资金被监管使得开发商销售回款不畅。今年年中以来，按揭贷款的发放速度就明显变慢，很多项目即使销售了，也由于限价或不能备案或银行额度不够或银行审批速度慢等原因回不了款，导致了存在大量的未到账的在途按揭，目前按揭贷款放款速度虽然有所回升，但也仅是投放到了存量的在途按揭，对新增的影响较小，无法解决实际问题。另外，预售资金强监管下，即使项目销售，资金也无法立即变现成可用现金，必须按照工程进度节奏来释放。
- 3) 今年房企到期债务压力较大，房企不得不动用存量现金偿还债务，现金流进一步承压。

图表 58. 行业资金面面临多重困境，现阶段的融资松动与信贷投放回升未能解决实际问题，叠加到期债务压力，现金流进一步承压

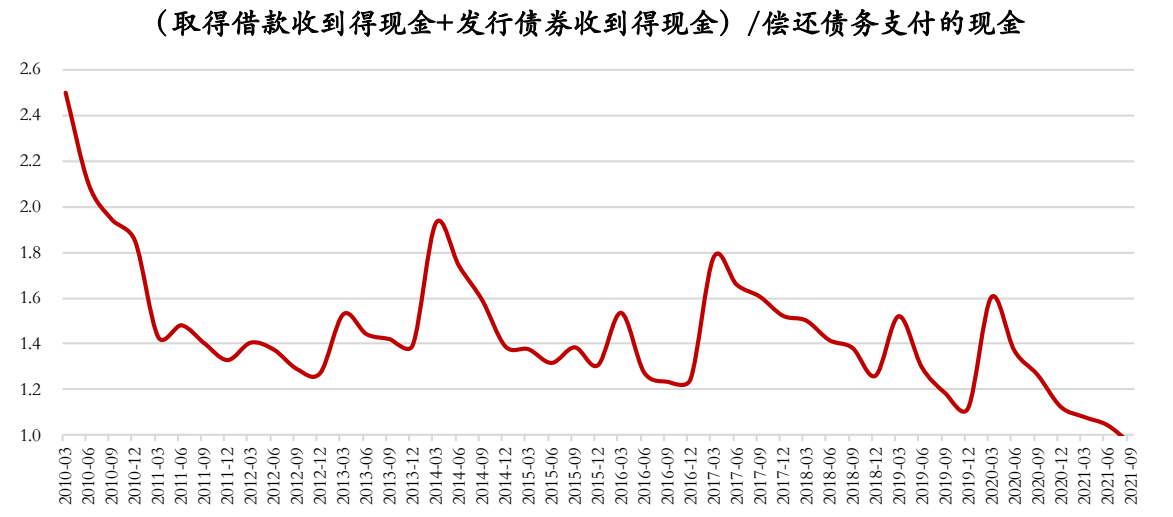


资料来源：中银证券

一、融资端：拿地与开工大幅下降，以及部分房企暴雷使得金融机构风险偏好降低，三季度国内贷款同比下降 20.7%，10 月同比增速-27.2%。受融资环境收紧及“三道红线”下房企主动降负债两重因素，行业银行开发贷款余额增速走低，债券发行规模与信托规模明显减少，使得房企的资金更加紧张。房企筹资性现金流中，2021 年前三季度（取得借款收到得现金+发行债券收到得现金）/偿还债务支付的现金低至 1.0，处于历史最低位。

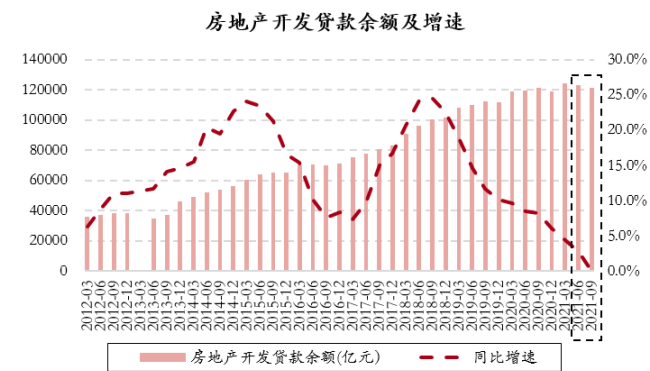
从 4 个主要的外部融资渠道来看，1) 银行开发贷款：截至 2021 年 9 月末，房地产开发贷款余额 12.16 万亿元，同比基本持平，增速自 2018 年二季度以来不断放缓至历史低位。2) 国内债券：2021 年 1-10 月房企国内债券发行 5936 亿元，同比减少 1.6%。3) 海外债券：2021 年 1-10 月房企海外债券发行 2758 亿元，同比出现-25.2%的负增长，增速明显低于往年。债券发行规模显著下降，由于债券违约风险不断，多家房企被屡次下调评级，民营房企债券价格大幅下跌。在楼市转冷、金融机构风险偏好大幅降低的情况下，预计房企在资本市场的信用分化将加剧，民营房企尤其是高负债房企，后续借新还旧将承压。4) 信托规模：截至 6 月末，投向房地产的信托余额为 2.08 万亿元，同比下降 16.94%。三季度投向房地产信托融资规模再度明显下降，房地产新增信托规模 1434 亿元，同比下降 28.8%。

图表 59. 房企筹资性现金流中，2021 年前三季度（取得借款收到得现金+发行债券收到得现金）/偿还债务支付的现金低至 1.0



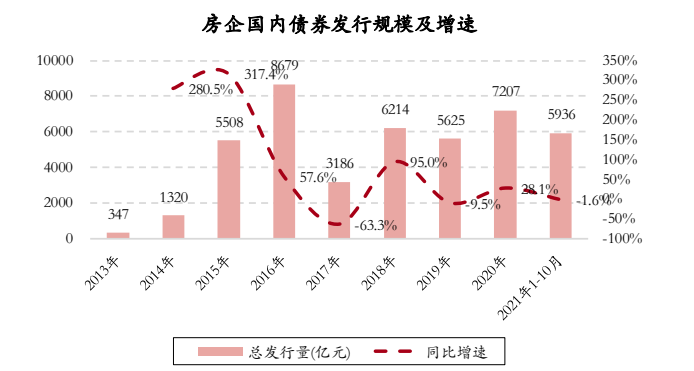
资料来源：万得，中银证券

图表 60. 截至 2021 年 9 月末，房地产开发贷款余额 12.16 万亿元，同比持平



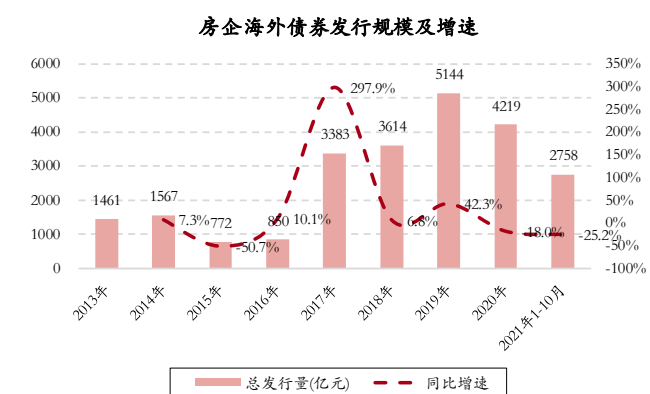
资料来源：万得，中银证券

图表 61. 2021 年 1-10 月房企国内债券发行 5936 亿元，同比减少 1.6%



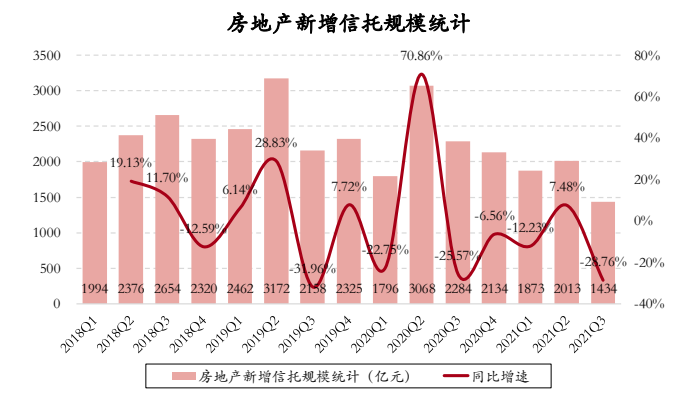
资料来源：万得，中银证券

图表 62. 2021 年 1-10 月房企海外债券发行 2758 亿元，同比出现-25.2%的负增长



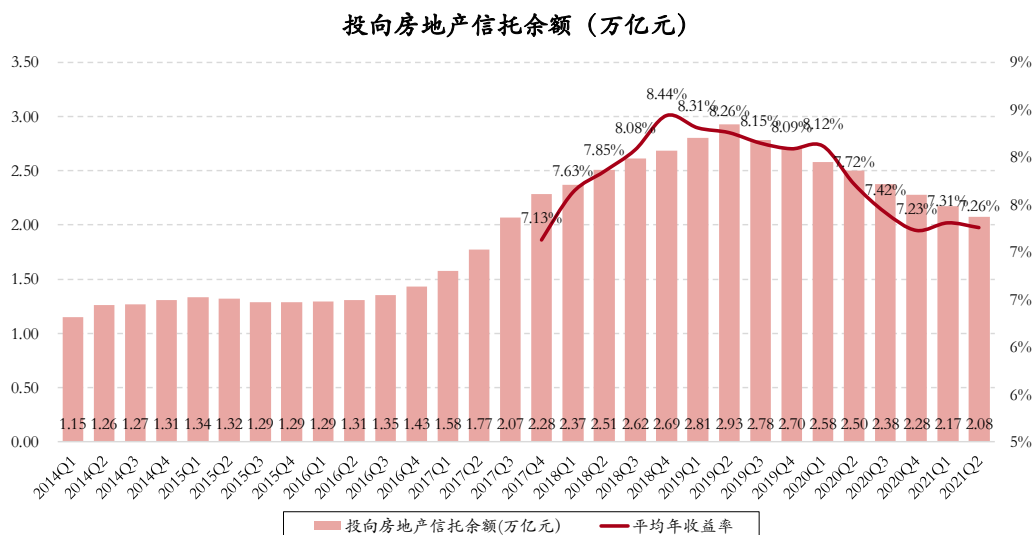
资料来源：万得，中银证券

图表 63. 2021 年三季度房地产新增信托规模 1434 亿元，同比下降 28.8%



资料来源：用益信托网，中银证券

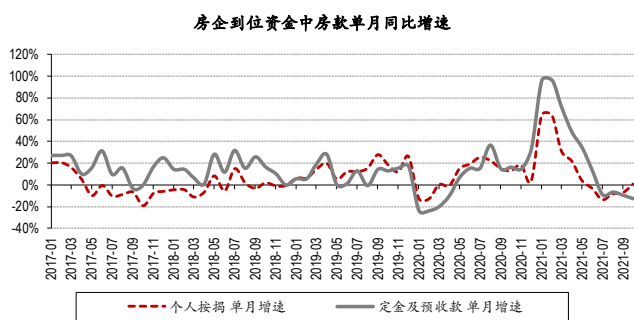
图表 64. 截至 2021 年 6 月末，投向房地产行业的信托余额为 2.08 万亿元，同比下降 16.9%



资料来源：信托业协会，中银证券

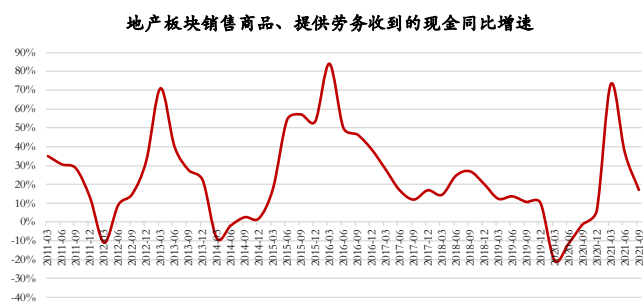
二、销售回款端：由于近期销售大幅下降以及前期信贷收缩、银行放款时间拉长，2021 年三季度到位资金中的房款（定金及预收款+个人按揭）合计 2.48 万亿元，同比下降 8.9%；10 月同比增速为-8.8%，与 9 月持平。2021 年前三季度房款占比达 53.3%，较 2020 年同期占比提升 3.3 个百分点。销售回款对于房企的到位资金而言，重要性再度提升。但是由于销售景气度下滑，定金及预收款在 7-10 月连续四个月出现负增长，反映了新增购房需求的减弱。从地产板块经营性现金流中的销售商品、提供劳务收到的现金同比增速来看，今年 3 月以来就开始拐头向下，截止到 9 月末，增速降至 17%。

图表 65. 2021 年 7-10 月定金及预收款连续 4 个月负增长，6-9 月个人按揭连续 4 个月负增长后 10 月回正



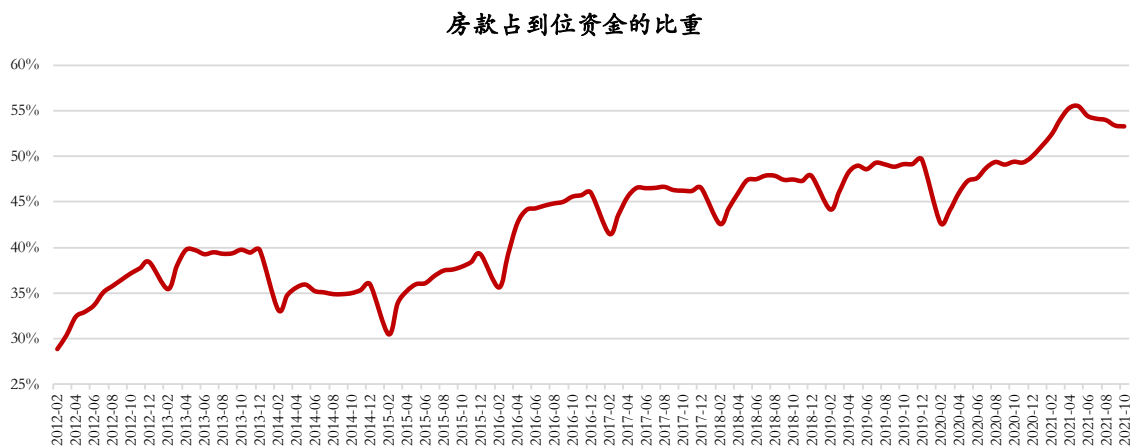
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 66. 2021 年地产板块经营性现金流的销售商品、提供劳务收到的现金同比增速不断下行



资料来源：万得，中银证券

图表 67. 2021 年前三季度房款占比达 53.3%，较 2020 年同期占比提升 3.3 个百分点



资料来源：国家统计局，中银证券

三、监管端：恒大事件后，部分地方政府出于对工程建设和竣工交付的担忧，提高了预售资金的监管比例，销售所得的款项专款专用，不能调回总部让总部用于还债，虽然工程款得到了一定的保障，但是房企实际可动用的资金更少了，资金压力进一步加大。在我国预售制度框架下，预售资金分为重点监管资金和一般监管资金，其中重点监管资金用于保障工程进度，大体与建安费用相当，多数城市重点监管资金为预售款的 10%，或工程造价的 1.1-1.3 倍，或每平方米多少元（如北京），这部分资金按照工程进度支取，用于保障项目交付。以福建为例，福建省的监管比例较高，如果住宅的开发成本是 3000 元/平，监管资金大概是 1.3 倍，约 4000 元/平。近期在部分房企发生信用危机后，部分城市加大了预收资金监管的执行力度，实际主要目的均是防止出现房地产开发项目烂尾，保证工程建设，是维护购房者权益的有效措施，增强上下游企业以及购房者信心。例如北京加强了预售资金监管，加强入账管理和监管银行审核，将预售资金重点监管额度提升 43% 至每平方米 5000 元；宿州和泉州都增加了预售监管资金的拨付节点，保障工程稳步推进。不过预售资金监管的加强，虽然一定程度上保障了工程进度和交付确定性，但房企实际可动用资金因此减少，大部分账面资金都被监管，实际增大了房企的资金压力。

图表 68. 近期预售资金监管政策变化

省份	城市/地区	重点监管资金类型或比例	主要调整
北京	北京	建安成本 5000 元/米	1、资金监管额度提高：预售资金重点监管额度可由各区根据企业信用水平、经营状况、交付条件等因素综合确定，每平方米不低于 5000 元，较此前 大幅提高了 43% 。 2、入账管理： 将现行的先网签后入账，调整为先监管保护后网签。
重庆	重庆	纳入监管的首付款按照预售总额的 35% 确定	1、首付款监管比例： 取消核减预售资金首付款监管比例的有关规定 。全市房地产开发项目预售资金首付款监管全部按照预售总额的 35% 核定。 2、预售资金提前使用： 调整提前使用预售监管资金的有关规定 。同一建档项目提前使用预售监管资金的次数在一个自然年度内不得超过 3 次，每次使用金额不得超过监管账户余额的 1/3。
天津	天津	预售资金应当全部存入监管账户	1、资金监管额度提高：新建商品房预售资金应当 全部存入监管账户 ，房地产开发企业不得直接收存房价款。 2、监管覆盖面提高： 将非住宅项目一并纳入预售资金监管 3、资金拨付流程优化： 预售项目取得销售许可证后，即可提取该节点的监管资金
广东	佛山	按预售资金总额的 10%	1、预售资金留存比例：预售至封顶前，封顶后到配套安装工程、竣工验收、首次登记分别是 10%、5%、3%、1%（此前是 2%）。 2、诚信分值： 下调高分值企业的预售款的留存额度，上调低分值企业预售款的留存制度。
	惠州	按预售资金总额的 10%	留存额度：房地产开发企业在预售、规划验收、竣工验收备案三个阶段，可以分别 留存销售总金额 10%、8%、5% 的资金 ，项目办理不动产首次登记后，房地产开发企业可申请解除账户监管。
四川	成都	不低于预售挂牌价款总额的 25%	预售款支取条件优化：预售商品房项目的监管分户账内资金达到监管额度后，开发企业可申请支取多余部分资金。提供升级装修方案的预售成品住宅项目，根据购房人选择升级装修情况，将每套已售房源 升级装修价款总额的 50% 且与开发企业信用关联后纳入监管，并按规定节点进行支取。
湖北	襄阳	项目总预售款的 10% 部分	1、资金监管力度加大：监管账户保底监管资金 由原工程造价的 4% 部分提高至项目总预售款的 2% 。 2、监管重点改进：商品房预售资金实行分级监管制度。非重点监管资金为项目总预售款 10% 以外的部分，重点监管资金为项目总预售款的 10% 部分。
安徽	宿州	3000 元/米	较 2015 旧办法，增加了 1/2 个资金拨付节点。 资金支取节点：取得商品房预售许可证后，留存 70%；9 层以下建筑完成 1/2 形象进度或者 9 层以上层建筑完成 1/3 形象进度的，留存 50%；主体结构封顶的，留存 30%；取得《工程竣工验收报告》后，留存 5%；完成不动产首次登记后，拨付剩余监管资金。
福建	泉州	工程总造价的 1.2 倍（18 层及以下不少于 4200 元/平；19~30 层项目不少于 4800 元/平；31 层及以上项目不少于 6000 元/平）。	较 2013 年旧办法，增加了重点监管资金；增加了 3 个节点；增加了暂停拨付预售金的情形等。 资金支取节点：取得商品房预售许可证后，不超过监管额度的 25%；工程建设进度达 50%（按施工建筑面积计算），不超过监管额度的 40%；主体结构封顶后，不超过监管额度的 50%；外墙装修完毕脚手架拆除，不超过监管额度的 70%；单体验收完成，不超过监管额度的 80%；取得《工程竣工验收备案表》且无拖欠工程款和农民工工资的，不超过监管额度的 95%。

资料来源：各地政府官网，中银证券

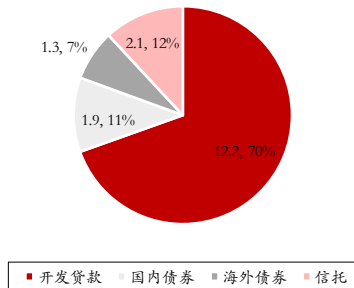
4.2 房企资金缺口：债券信托的月均债务偿还量在 600 亿左右，平均每月净偿还量/销售回款在 9.3%~14.3%

那么房企的资金压力究竟有多大呢？我们估算了行业目前的资金缺口，在当前融资和销售环境没有改善的情况下，预计明年房企债券和信托月度净偿还量平均在 600 亿左右。

保守估计，当前情况下，即使房企贷款存续，按目前状况债券和信托月度净偿还量平均在 600 亿左右，叠加其它到期债务，月度净偿还规模预计更多。从当前房企有息负债来看，贷款、债券、信托等是主体，房地产开发贷款余额（截至 2021 年 9 月末为 12.16 万亿元）、国内债券余额（截至 2021 年 11 月末为 1.93 万亿元）、海外债券余额（截至 2021 年 11 月末为 2062 亿美元）、投向房地产行业的信托余额（截至 2021 年 6 月末为 2.08 万亿元），以上有息债务合计 17.5 万亿左右。以 2021 年 10 月的最新数据来看，国内债券、海外债券和信托净偿还量（到期规模-发行规模）分别为 118、150 和 238 亿元，占到期规模的比重分别为 35%、60% 和 59%。2022 年，境内房企债券、海外债券与信托到期偿还规模分别为 3703、3894 和 5754 亿元，月均偿还量在 309、325 与 480 亿元，假设延续当前的净偿还比率，2022 年净偿还量分别为 1297、2330 和 3415 亿元，合计 7042 亿元，月均净偿还量为 587 亿元；其中峰值将在 2022 年 6 月出现，当月净偿还量或达 769 亿元。

图表 69. 当前，房地产行业有息负债余额约 17.5 万亿元

房地产行业有息负债余额 (万亿元)

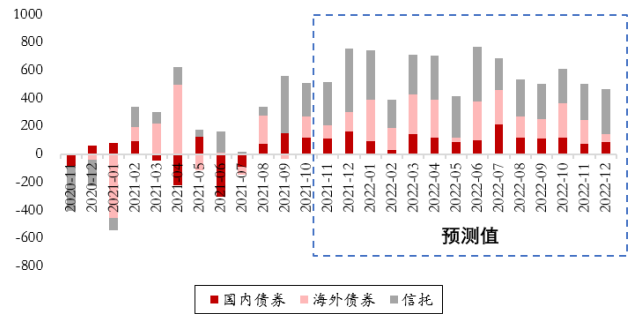


资料来源: 万得, 央行, 信托业协会, 中银证券

数据说明: 房地产开发贷款余额为截至 2021 年 9 月数据, 国内债券余额为截至 2021 年 11 月数据, 海外债券余额为截至 2021 年 11 月数据, 投向房地产行业的信托余额为截至 2021 年 6 月数据。

图表 70. 预计 2022 年房企债券与信托净偿还量 7042 亿元, 月均净偿还量 587 亿元

净偿还量



资料来源: 万得, 央行, 用益信托网, 中银证券

债务净偿将从经营性现金流中进行补充, 根据我们的测算, 2022 年平均每月净偿还量/销售回款在 9.5%~14.3%。根据 2.1 中关于 2022 年全国商品房销售金额的预测, 以 2022 年月均销售金额*70% (即当前百强房企销售权益比例)*回款率计算可得 2022 年月均销售回款规模。不过减去土地投资、营运成本、人工成本、融资成本等支出后, 实际剩余经营性现金流入将更少。

我们暂不考虑这些经营成本, 我们仅通过净偿还量/预计的销售回款的趋势来看房企刚性偿付的债务的压力, 若该比例不断走高, 至少说明未来整体的资金缺口是在扩大的。当销售金额用城市能级法进行测算, 中性假设下 (销售回款率 50%), 2022 年平均每月可产生 5137 亿元的销售回款, 净偿还量/销售回款为 11.4%, 自 2021 年 6 月以来整体呈现明显的上升趋势。敏感性分析下, 销售回款率 60% 与销售回款率 40% 情况下, 平均每月净偿还量/销售回款在 9.5%~14.3%。

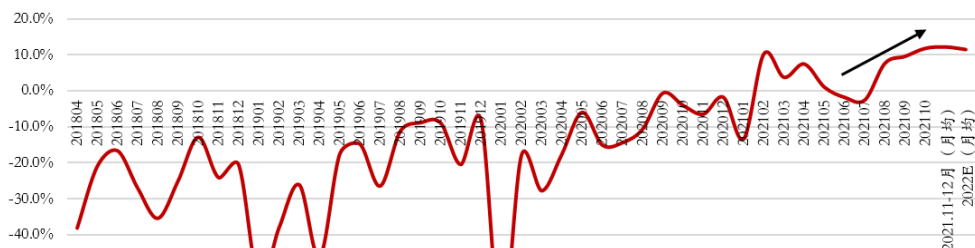
图表 71. 根据我们的测算, 2022 年平均每月净偿还量/销售回款在 9.5%~14.3%

测算 2022 年月均净偿还量/月均销售回款		销售回款		
		40%	50%	60%
预计销售额	按城市能级测算 (2022E: -0.6%)	14.3%	11.4%	9.5%

资料来源: 国家统计局, 万得, 中银证券

图表 72. 中性假设下 (销售回款率 50%), 2022 年每月可产生 5137 亿元的销售回款, 净偿还量/销售回款为 11.4%

净偿还量/销售回款



资料来源: 克而瑞, 中银证券

同时我们认为销售下行情况比数据层面显示的或许更加严峻，由于开发商每月上报的销售数据中实际包含了工抵房的销售，这部分的销售是用来抵支付给供应商的工程材料款，而非 2C 的销售，所以这部分是无法变现成为新增的销售回款的。

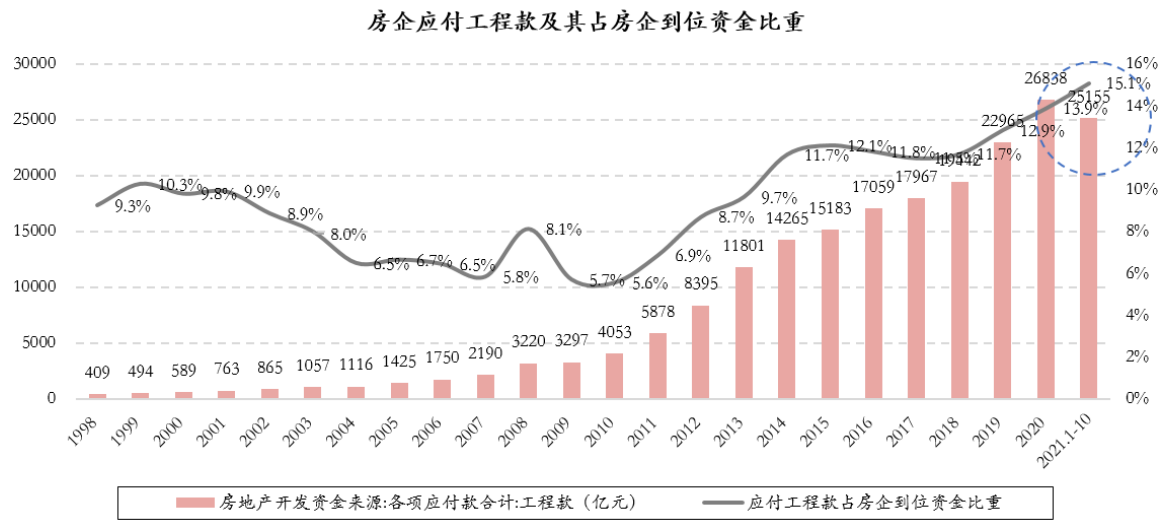
在资金紧张的情况下，为应对工程支付进度较慢的问题，近期工抵房出现井喷。10 月以来广州、厦门、成都、南京等一二线城市出现了很多“工抵房”，三四线城市的情况或许更甚，我们认为工抵房的井喷主要由以下两方面原因：1) 房企为了获得更多的周转资金，将项目中没有出售的部分房产抵押给上下游供应商，相当于商票的概念，缓解了资金压力。2) 在三四线城市“限跌令”频频出台的情况下，房企降价促销的空间大幅减少，去化率走低，工抵房大多是滞销的楼层与房源，对于房企自身去化有一定帮助。但我们认为，工抵房并未流入消费市场，房源仍在建筑商手中，在销售额中扣除工抵房部分，实际的销售下行情况更加严峻。同时，工抵房流入 C 端市场还需要时间，尚不能构成真正的市场需求，该部分体现在到位资金中的应付工程款，当前 2021 年 1-10 月房企到位资金中应付工程款合计 2.52 万亿元，同比增长 10.1%，其增速超过房企到位资金整体增速（8.8%），占房企到位资金的比重提升至 15.1%，较 2020 年全年提升了 1.2 个百分点。

图表 73. 10 月以来，广州、厦门、成都、南京等城市工抵房井喷现象明显

城市	时间	具体情况
武汉	2021 年 9 月	武汉雅居乐花园三期推出十几套工抵房，135/147 平复式带装修，在售单价由 1.55 万元/平方米下降至 1 万元/平方米起。
厦门	2021 年 10 月	海沧区某项目推出 30 套 118 平方米的工抵房，在售单价由 3.3 万元/平方米下降至 2.5 万元/平方米起。
广州	2021 年 10 月	目前广州有 10 几个楼盘在售工抵房，分布在荔湾、增城、南沙、从化等区域。其中荔湾雅居乐天际 715 推出 30 套工抵房，总价 350 万元/套，对比之前的 550 万元-600 万元/套，降价幅度高达 150-210 万元。增城某项目工抵房价格由 9 月开盘价格约 20000 元/㎡下降至 15000 元/㎡。而同样位于增城的地铁上盖某项目由 7 月开盘价格约 21000 元/㎡下降至 19422.5 元/㎡。
徐州	2021 年 10 月	徐州一楼盘推出一批工抵房房源，单价 7000 元/平方米降至 5388 元/平方米，且仅限制数量，楼栋和楼层均不做限制。
福州	2021 年 10 月	三江口的中海锦江城由 17 年拿地的实际可售楼面价 18000 元/平方米下降至现在工抵房的最低单价 15100 元/㎡。鼓楼的金茂府也推出 30782 元/㎡的精装工抵房，单价比普通商品房降低约 8000 元。
昆明	2021 年 10 月	中海云著 10 月 21 日推出一栋工抵房，层高 21 层，共推出 84 套房，在售单价由 14000 元/平方米下降至 12000 元/平方米起。以一套位于 17 楼，129 平方米的房源为例，原总价 177.4 万元，优惠后总价 155 万元，优惠后单价约 12013 元，整套房优惠约 22.4 万元。
苏州	2021 年 10 月	照境云庭推出三套工抵房，房源建筑面积分别为：119 ㎡、121 ㎡、103 ㎡。其中 119 ㎡户型原单价 25110 元/㎡，现单价 23101 元/㎡，原总价约 299 万，现总价约 275 万。其中 121 ㎡户型原单价 28090 元/㎡，现单价 25843 元/㎡，原总价约 343 万，现总价约 315 万。其中 103 ㎡户型原单价 27020 元/㎡，现单价 24858 元/㎡，原总价约 278 万，现总价约 256 万。当代大湖上品推出一批特价房源，均价 9000 元/平米，约合其备案价的 6 折。
成都	2021 年 11 月	成都天府新区的荣盛时代天府楼盘现有 30 套工抵房供销售，130 平方米户型为主，最低总价为 233 万元，而楼盘的销售信息参考均价在 2.1 万元-2.58 万元/平方米，在售单价最低为 82 折。
南京	2021 年 11 月	南京远郊龙潭某盘以 6.5 折出售工抵房，89 平方米的房源售价为 90 万元。

资料来源：各地政府官网，中银证券

图表 74. 2021 年 1-10 月房企到位资金中应付工程款合计 2.52 万亿元，同比增长 10.1%，占房企到位资金的比重提升至 15.1%



资料来源：国家统计局，中银证券

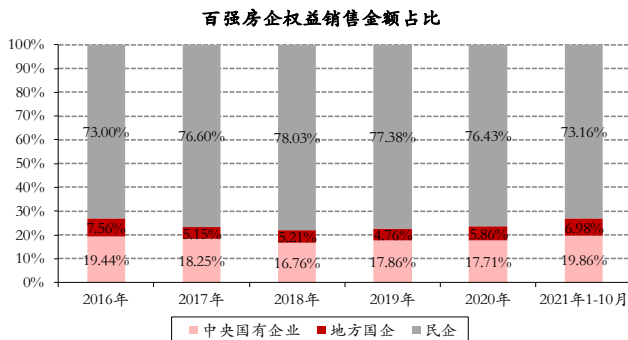
5 民企信用风险问题频发，房企混沌的状态还要延续多久？

5.1 民企经营情况对行业影响较大，但现阶段的融资微放松在短期内无法传达至民企

房企目前的混沌状态在于，无论是从拿地规模还是销售规模来看，民企的占比都较高；而本轮民企信用风险暴露使得银行、评级、债券均在挤兑民企，民企为了缓解自身的资金压力大幅减少拿地，即使土地市场上地方国企、城投公司“托底”，但民企的“躺平”使得整体地市趋冷。中观来看，近期房企融资出现了微调，但是从微观上来看，不同性质的房企在融资放松上有明显的不对称性。资金大多流入国企口袋，民企的资金链压力仍未得到妥善解决，融资放松在短期内无法传达至民企，也因此无法解决民企“躺平”的现状，以民企主导的市场持续下滑。

无论是从拿地规模还是销售规模来看，民企的占比都较高，民企“躺平”对于地市和楼市的影响都很大。从百强房企销售来看，2021年1-10月百强房企中，央企、地方国企、民营企业的占比分别为19.86%、6.98%和73.16%，其中央企、地方国企较2020年分别提升了2.1和1.1个百分点，民企下降了3.3个百分点。同期的百城土地市场中，央企、地方国企、民营企业拿地金额占比分别为38.0%、7.1%和54.9%，其中民企拿地金额占比大幅下降12个百分点。从第二批集中土拍结果也可以看出，即使土地市场上地方国企城投公司“托底”，但民企的“躺平”使得整体地市趋冷。第二批集中土拍央企拿地数量占比从首批的48.9%提升至67.9%，民企占比下降19个百分点至32.1%。整体而言，民企无论是销售规模还是拿地规模仍显著高于央国企，其销售与拿地对行业的影响举足轻重。

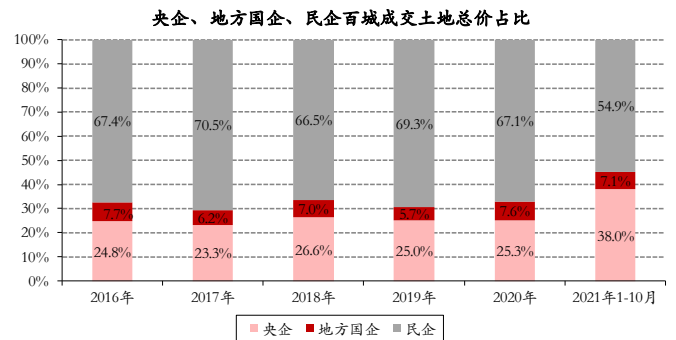
图表 75. 百强房企销售中，2021年1-10月百强房企央企、地方国企、民营企业的占比分别为19.9%、7.0%和73.2%



资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明：公众企业包括在民营企业中。

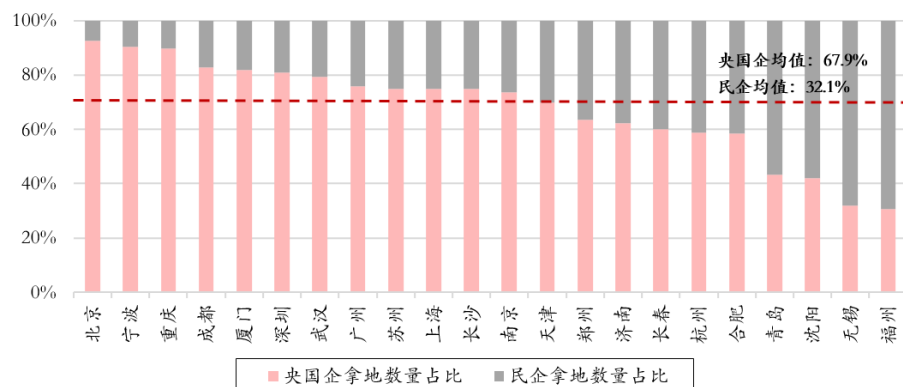
图表 76. 2021年1-10月百城土地成交中央企、地方国企、民营企业拿地金额占比分别为38.0%、7.1%和54.9%



资料来源：万得，中银证券

图表 77. 二批集中土拍央国企拿地数量占比从首批48.9%提升至67.9%，民企占比下降19pct至32.1%

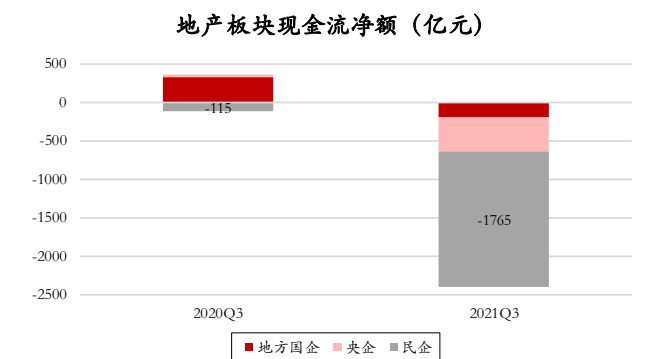
第二批集中土地出让央国企与民企拿地数量占比



资料来源：国土资源部，中银证券

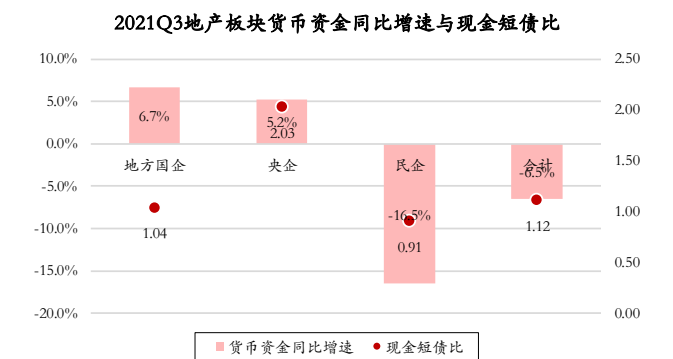
民企的资金链紧绷形势更为严重，短债偿还压力较大，板块货币资金负增长主要是民企所带动的。2021年前三季度地产板块民企现金流净流出1765亿元，净流出量远超同期央企国企。截至2021年9月末，民企货币资金5935亿元，同比下降16.5%，而央企与地方国企分别保持5.2%与6.7%的正增长。民企现金短债比仅为0.91，远低于央企的2.03与国企的1.04。

图表 78. 2021 年前三季度地产板块民企现金流净流出 1765 亿元，净流出量远超同期央企国企



资料来源：万得，中银证券

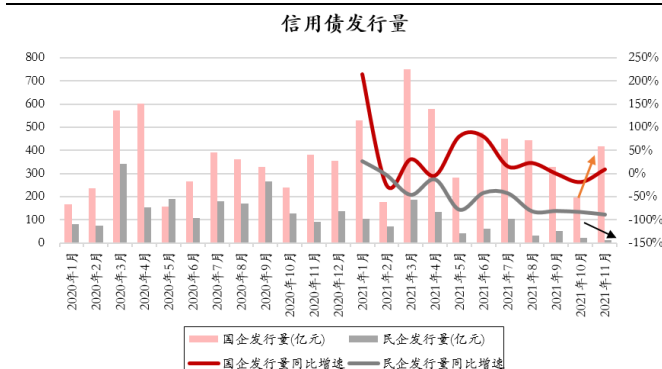
图表 79. 截至 2021 年三季度末，民企货币资金同比增速为 -16.5%，远低于央企，现金短债比仅为 0.91



资料来源：万得，中银证券

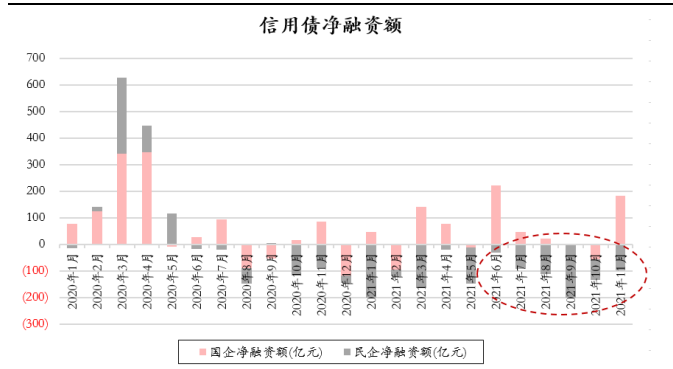
中观来看，近期房企融资出现了微调，但是从微观上来看，不同性质的房企在融资放松上有明显的不对称性。资金大多流入国企口袋，民企的资金链压力仍未得到妥善解决，融资放松在短期内无法传达至民企，也因此无法解决民企“躺平”的现状，以民企主导的市场持续下滑的困境无法解决。11月9日，中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，房企银行间发债的相关政策出现了松动，增量融资的渠道的打开对房企的流动性改善将起到很大的作用，2021年11月，包括保利发展、招商蛇口、金地集团、北京城投等在内的超过20家房企在银行间市场发债，融资总金额285亿元，平均发行利率为4.21%，其中国企发行规模占比高达90%。政策的利好范围仅限于央企类的房企，民营房企并未迎来债券融资以及银行融资的信贷松动窗口，民营房企的融资难和销售难仍旧没有得到实质改善。民企信用危机爆发后，金融机构普遍对民企的信任度较低，从信用债发行情况也可以看到，11月国企发行量出现增长，信用债发行量为416亿元，同比增长9%，而民企持续下降至10.6亿元，仅为国企发行量的四十分之一，同比降幅也连续四个月超过80%；国企信用债净融资额多为正，1-11月合计572.3亿元，而民企的信用债净融资额今年以来始终为负，1-11月合计-1161.4亿元。同时，民企6.56%的融资成本也明显高于国企（4.40%），较高的融资成本也进一步加剧了民企的资金压力。

图表 80. 11 月国企信用债发行量 416 亿元，同比增长 9%，民企为 10.6 亿元，同比降幅连续四个月超 80%



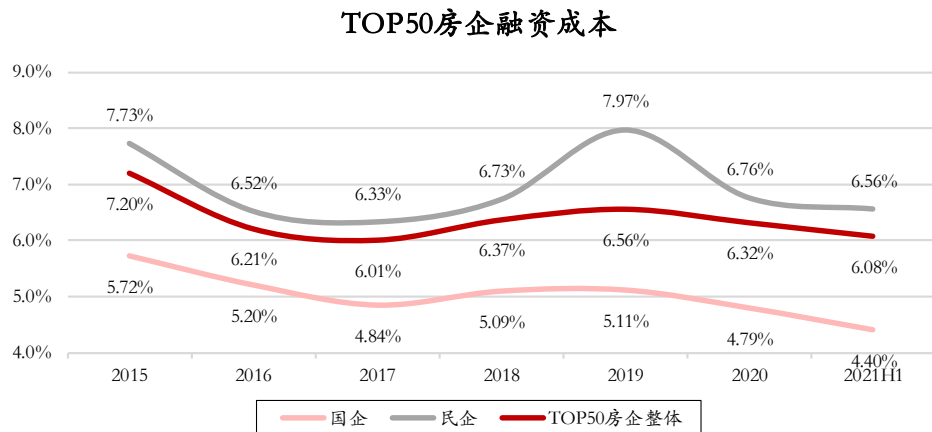
资料来源：万得，中银证券

图表 81. 国企信用债净融资额多为正，1-11 月合计 572.3 亿元，民企今年以来始终为负，1-11 月合计 -1161.4 亿元



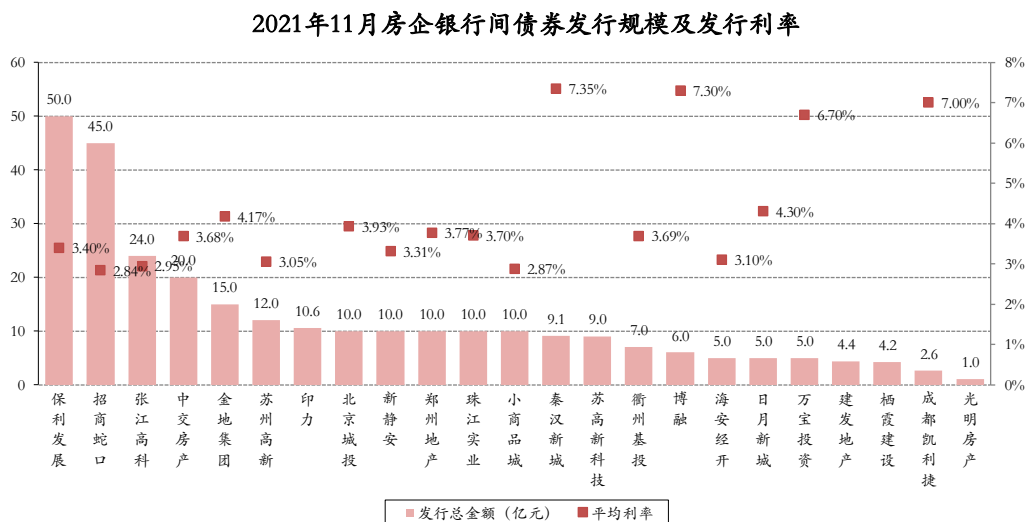
资料来源：万得，中银证券

图表 82. 民企的融资成本显著高于国企



资料来源：公司公告，中银证券

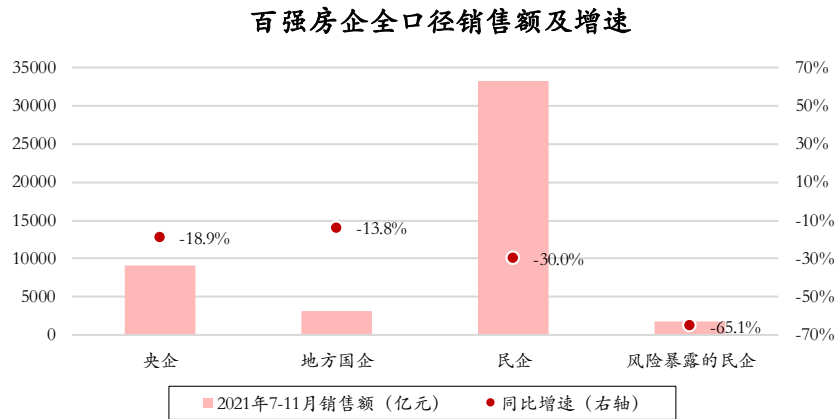
图表 83. 2021 年 11 月，房企银行间发债规模达 285 亿元，平均发行利率在 4.21%



资料来源：万得，公司公告，中银证券

民企的销售降幅显著大于国企，后续销售回款的流入也将承受更大的压力。2020 年以来，包括华夏幸福、泰禾集团、蓝光发展、中国恒大、新力控股、阳光 100、花样年、当代置业等在内的多家房企均在不同程度上遭遇经营和债务危机。民营房企风险暴露的负面新闻频出，购房者对竣工交付产生担忧情绪，对民营房企的不信任也有所加剧。2021 年 7-11 月民企的销售降幅高达 30%，显著高于央企 (-18.9%) 与地方国企 (-13.8%)，而风险暴露的民企（取中国恒大、花样年、当代置业、新力地产、佳兆业集团为样本）情况更加不容乐观，销售同比增速为-65.1%，在后续销售回款的流入上，民企也将承受更大的压力。风险暴露的样本民企销售额占百强房企销售额的比重约 10%，其销售规模降幅超过 60%或将拉低百强房企增速 6 个百分点。

图表 84. 近期民企的销售降幅显著大于国企

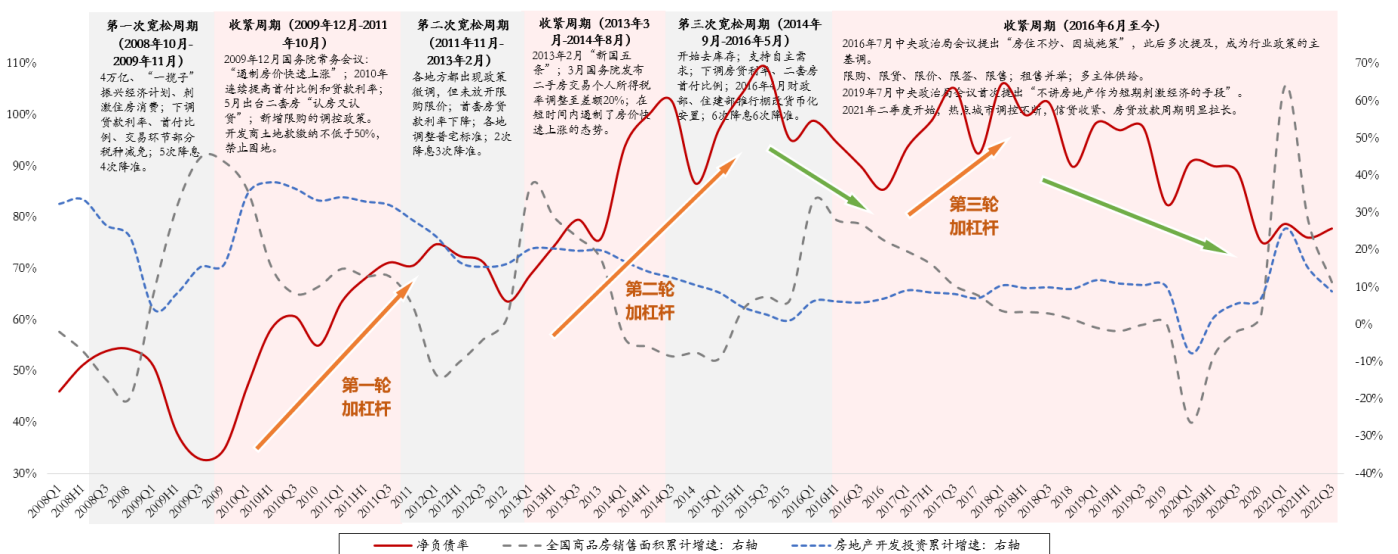


资料来源：克而瑞，中银证券

风险暴露的民企样本选择：中国恒大、花样年、当代置业、新力地产、佳兆业集团（由于华夏幸福、蓝光发展、泰禾集团不在百强房企名列，因此没有纳入样本范围）。

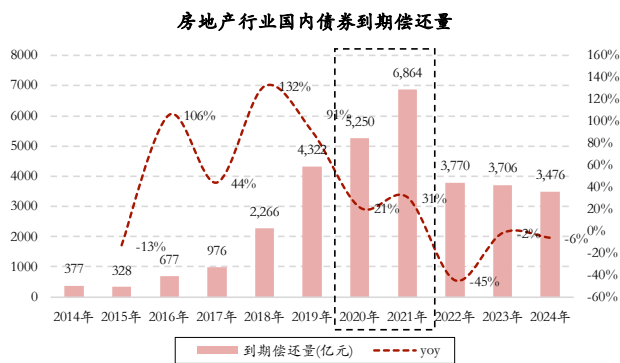
严监管、去杠杆，信用收缩加剧引致民企 2020 年以来正在经历违约风险上升期。2008 年以来，房地产行业也经历了三轮加杠杆，积累了较高的债务风险，随着 2020-2022 年偿债高峰期到来，债券市场刚性兑付打破，出现了信用风险加速暴露与释放期，其中 2021 年为偿债峰值，国内债券与海外债券到期偿还量分别为 6864 亿元与 3670 亿元，同比增速分别为 31%与 64%，叠加 2018 年以来融资严监管下，原有信用扩张模式受阻，借新还旧收缩，民企的信用风险开始加速暴露。截至到 2021 年 6 月末，房地产板块有息负债余额总量为 3.51 万亿元，其中民企的有息负债余额为 1.72 万亿元（占比 49.1%）。若民企经营性现金流、筹资性现金流持续无法获得实质性改善，预计年内地产板块资金链风险仍将持续上行，信用风险释放压力或进一步释放，不按时行权、展期或实质性违约事件或有所增多。

图表 85. 2008 年以来，房地产行业也经历了三轮加杠杆，积累了较高的债务风险



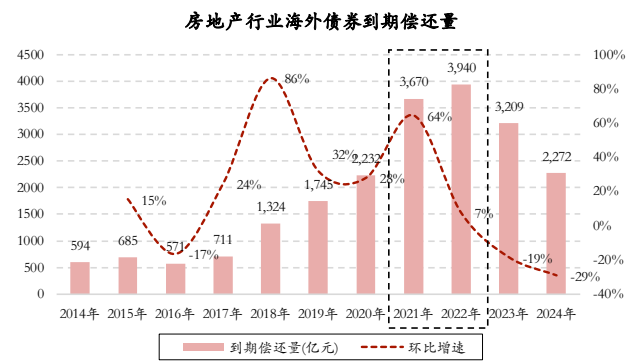
资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 86. 2020-2021 年是房地产行业国内债券的偿债高峰期



资料来源：万得，中银证券

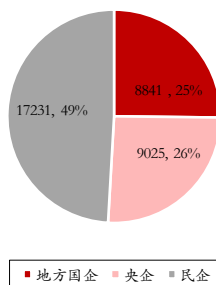
图表 87. 2021-2022 年是房地产行业海外债券的偿债高峰期



资料来源：万得，中银证券

图表 88. 截至 2021 年 6 月末, 房地产板块有息负债总量 3.51 万亿, 其中民企 1.72 万亿元 (占比 49.1%)

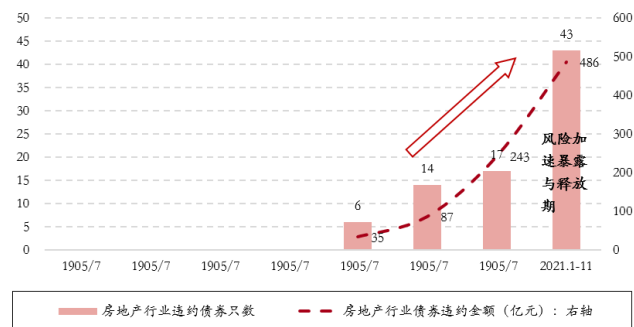
地产板块有息负债 (亿元)



资料来源：万得，中银证券

图表 89. 严监管、去杠杆, 信用收缩加剧引致房地产行业 2020 年以来正在经历违约风险上升期

房地产行业国内债券违约数量与金额



资料来源：万得，中银证券

5.2 民营房企的混沌状态还要延续多久?

目前来看, 政策的利好范围仅限于国央企类的房企, 民营房企并未真正迎来债券融资以及银行融资的信贷松动窗口, 只有极少一部分民企稍获支持, 整体上民营房企的融资难和销售难仍旧没有得到实质改善, 爆雷的企业仍在增加。因此从政策风向来看, 我们认为目前民企仍处在持续出清的过程中, 在政策不变的情况下, 可能需要 1 年以上的的时间, 房企的混沌状态大概率会延续到 2022 年年底, 后续的局势会逐步明朗清晰。若到 2022 年二季度销售景气度仍然较差, 可能会有更多民企出现流动性危机。在今年第二批集中土拍中, 大部分城市 80% 以上的土地都被国央企、城投公司等竞得, 民营房企的拿地较少。我们认为, 即将密集到来的第三批集中土拍中, 民营房企仍旧没钱拿地, 因此地方国企、城投平台的托市仍旧会成为主流, 而城投平台拿地后大概率还是要找专业度更好的民营房企合作 (当然, 也不排除寻找央国企合作), 我们预计有两种模式, 一种是等过一段时间后直接转让给民企, 民企可能以收购的形式进入; 另一种是直接引入民企小股操盘。这两种方式都能在一定程度上缓解民企的资金压力。我们认为此类项目入市获得销售回款后 (2022 年三四季度) 或是民营房企得到照拂的契机。

我们认为民营房企或出清一大半, 但不会彻底退出历史舞台。一方面, 如果民营房企一直没钱拿地或者不再拿地, 那么民营房企占比近六成的土地市场中, 融资需求将大幅减少, 银行开发贷会出现有余额、但没有项目可投的困境。另一方面, 在房地产开发的属地特征背景下, 地方性民营房企的功能也很难被取代, 民营房企在拿地规模占比将近六成, 同时民企的专业运营效率还是比部分地方国企更好, 因此一次性的大规模出清会影响房地产上下游行业, 地方政府的财政压力也将更大。民营房企销售规模占比超过七成, 如果今后的全部市场贡献均转由央国企承担的可行性较小, 从时间维度上看, 也不会轻易一刀切。

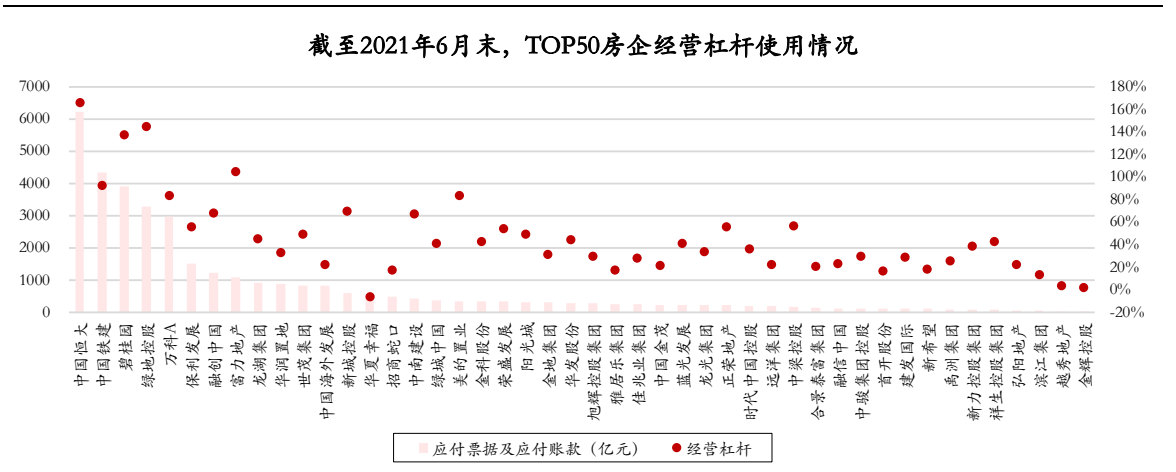
5.3 中大型民企风险事件后，地产主体资质分析逻辑有何变化？

目前看风险仍在出清，主要聚焦于民营房企。我们看到近期风险暴露的房企不乏中大型房企，甚至出现了账面偿债能力指标和经营指标较好的绿档房企（11月5日，佳兆业旗下的财富产品出现了流动性问题，和其它爆雷房企不同，佳兆业是一家三道红线指标都处于“绿档”的企业，并有持续向好的趋势；2021年1-10月的销售金额达957亿元，同比增速也高达23.2%）。我们认为地产主体资质分析的逻辑发生了一定的改变，除了财务杠杆和“三道红线”指标外，还需要关注房企经营杠杆运用程度、潜在表外负债规模、现金流是否持续为负、受限资金的占比、母公司对项目公司货币资金的真实归集能力、债务集中到期规模情况。本章节我们将探讨行业企稳前哪些房企短期将面临较大压力？哪些房企能在行业下行周期更好地把握融资节奏、平稳过度资金接续，并在未来市场情绪修复期中率先企稳？

5.3.1 关注经营杠杆的运用程度：商票兑付易先于有息负债出现问题，关注财务杠杆的同时需要重视经营杠杆

房企在财务杠杆受到加强管控的情况下，将企业的资金压力分散到上下游企业，体现在占款比例的增加。恒大对经营杠杆的依赖程度极高，商票兑付先于有息负债出现问题。虽然恒大的净负债率2020年、2021年上半年在持续下降，但经营性负债却持续上升，本质上是将恒大对金融机构的负债转移到了上游供应商。而在公司流动性出现问题时，对上游的占款也达到了极限，无法缓解流动性的压力，商票兑付也是先于金融负债出现问题。由于商票出现多宗延期兑付风波，直接导致了信任危机的出现，一些供应商担心自己的贷款没法正常收回，停止向恒大供货，有部分建筑商也停止了恒大项目的建设，供应链断裂容易引起停工，资金问题逐步暴露。其余主流房企中，碧桂园、绿地相对经营杠杆运用程度较高，同时应付账款规模较大。

图表 90. 恒大、碧桂园、绿地经营杠杆运用程度较高，同时应付账款规模较大



资料来源：公司公告，中银证券
 经营杠杆 = (应付票据+应付账款) / 净负债 = (应收票据+应收账款) / 净负债

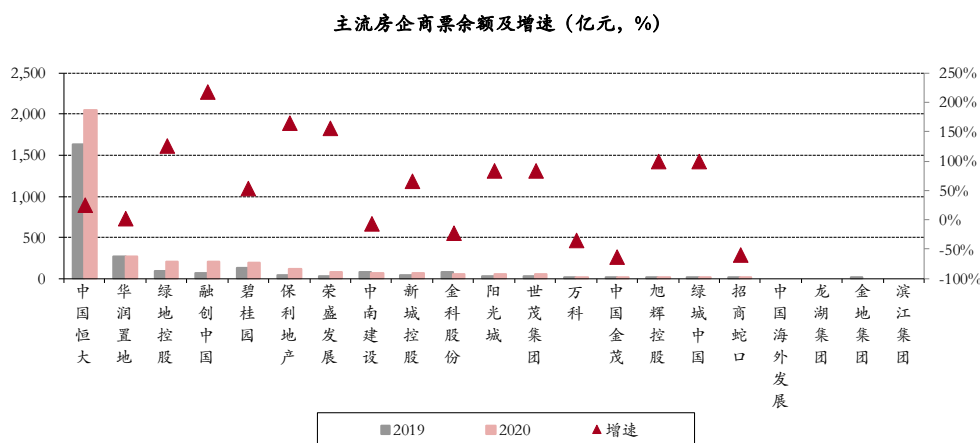
对商票依赖度较高、同时商票余额较大的房企（恒大、绿地、融创、碧桂园），相对而言在商票兑付上的压力更大，由于商票主要针对议价能力相对较弱的供应商，且监管强度小于有息负债，反而易早于财务杠杆出现风险暴露事件。

1) 从绝对值上看，恒大商票余额高达2052.7亿，较2019年年末增长了25.7%，其商票余额甚至远远超过了所有A股房企1139亿的应付票据余额；华润置地、绿地控股、融创中国位于第二梯队，承兑余额超200亿；第三梯队的碧桂园、保利地产承兑余额超100亿。商票余额为0的也有4家：央企背景的中海地产由于自身资金雄厚，很少使用票据付款；龙湖集团银行授信额度充足，应付票据一直以银票为主，连续两年商票余额为0；金地集团和滨江集团很少使用票据付款方式，2020年底应付票据余额为0。

2) 从增速上看, 增长率超过 100% 的有 7 家, 分别是: 融创中国、绿地控股、保利地产、荣盛发展、旭辉控股、绿地控股、绿城中国, 尤其是融创增长率高达 217%。

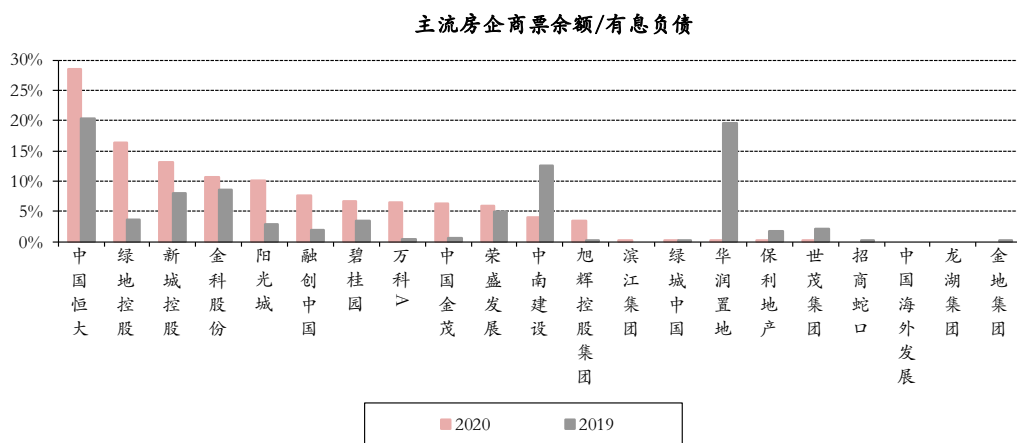
3) 我们以应付商票余额/有息负债来反映公司对商票这类支付手段的依赖程度, 主流房企均值 5.7%, 较 2019 年提升了 1.3 个百分点。除个别房企外, 整体对商票的依赖程度不高, 表内有息负债仍是主要的融资资金来源。我们发现超七成的主流房企在 2020 年出台“三道红线”后该指标出现了明显的提升。其中, 中国恒大、绿地控股、新城控股、金科股份、阳光城对商票的依赖程度相对较高, 分别高达 28.5%、16.3%、13.1%、10.7%、10.0%, 分别较 2019 年提升了 8.3、12.6、5.1、2.1 和 7.1 个百分点。

图表 91. 恒大商票余额高达 2052.7 亿, 华润置地、绿地控股、融创中国位于第二梯队, 承兑余额超 200 亿



资料来源: 公司公告, 中银证券

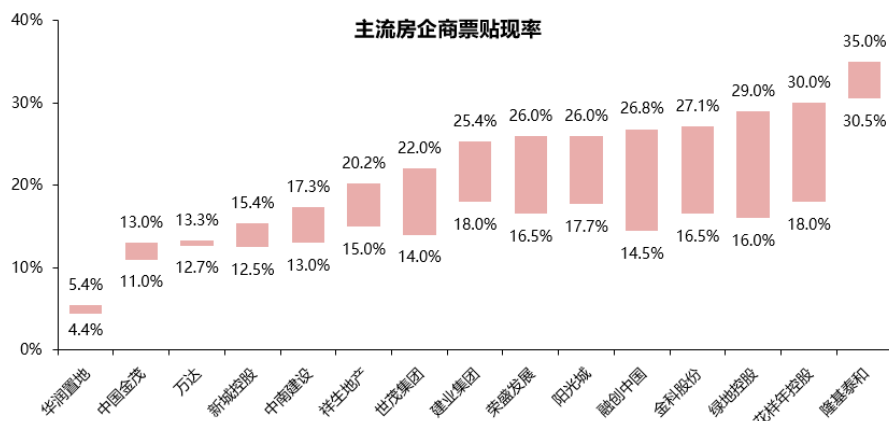
图表 92. 2020 年主流房企应付商票余额/有息负债均值 5.7%, 较 2019 年提升了 1.3 个百分点



资料来源: 公司公告, 中银证券

商票用于上下游企业结算, 基本是无息票据, 但是有贴现率指标, 衡量了提前兑付需要承担的成本, 大致可以判断房企商票的融资成本, 贴现率越高代表该商票在二级市场上再融资的难度相对较大, 相对风险较大。样本房企商票贴现率均值为 18.7%, 融创、金科、绿地、中南、荣盛、阳光城、世茂等多数主流房企基本在 15%-25%。

图表 93. 样本房企商票贴现率均值为 18.7%，融创、金科、绿地、中南、荣盛、阳光城、世茂等多数主流房企基本在 15%-25%



资料来源：贴票宝，中银证券

部分陷入信用风险爆发困境的房企主要是由于其在自身规模发展的时候借助了负债的高速扩张，财务杠杆、经营杠杆均较高。我们引入如下三个指标来观测房企对财务杠杆和经营杠杆的利用程度：

- 1) 财务杠杆水平 = (有息负债 - 货币资金) / 净资产；
- 2) 经营杠杆水平 = (应付票据 + 应付账款) / 净资产 - (应收票据 + 应收账款) / 净资产，衡量房企在产业链中的议价能力和占款比例，即经营端的杠杆水平；
- 3) 隐含综合杠杆水平 = 财务杠杆 + 经营杠杆，衡量房企的实际杠杆水平。

2020 年 TOP50 房企经营杠杆均值 46.0%，财务杠杆均值 84.1%，隐含综合杠杆均值为 130.1%。中国恒大、绿地控股、祥生控股集团、富力地产、碧桂园、华发股份、美的置业、融创中国隐含综合杠杆相对较高。

图表 94. 恒大、绿地、祥生、富力、碧桂园、华发、奥园、美的、融创隐含综合杠杆相对较高

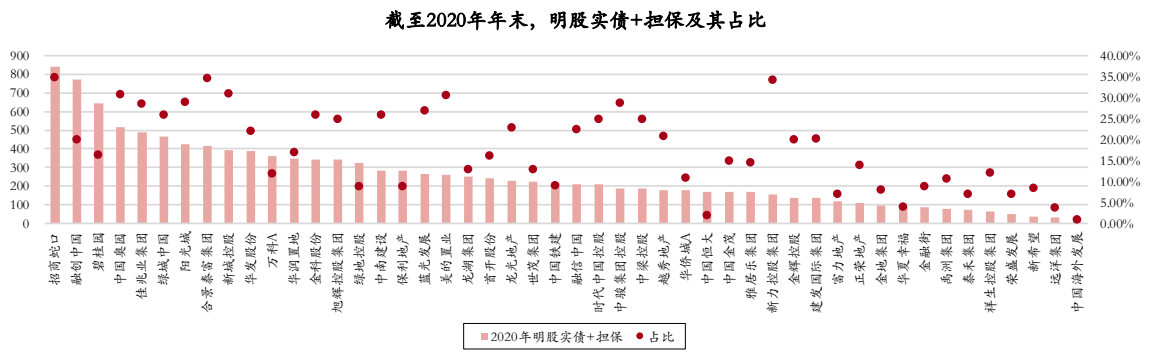
公司名称	2020 年隐含综合杠杆	公司名称	2020 年经营杠杆	公司名称	2020 年财务杠杆
中国恒大	326%	中国恒大	166%	祥生控股集团	220%
绿地控股	280%	绿地控股	145%	华夏幸福	181%
祥生控股集团	263%	碧桂园	138%	中国恒大	160%
富力地产	254%	富力地产	104%	首开股份	153%
碧桂园	200%	中国铁建	92%	富力地产	150%
华发股份	192%	万科 A	84%	中国奥园	148%
中国奥园	184%	美的置业	84%	华发股份	147%
美的置业	183%	新城控股	70%	绿地控股	135%
融创中国	183%	融创中国	68%	禹洲集团	118%
华夏幸福	175%	中南建设	67%	融创中国	115%
首开股份	170%	中梁控股	57%	佳兆业集团	108%
中南建设	165%	正荣地产	56%	融信中国	103%
中梁控股	160%	保利发展	56%	美的置业	100%
禹洲集团	143%	荣盛发展	54%	新力控股集团	98%
正荣地产	141%	阳光城	50%	中南建设	97%
阳光城	138%	世茂集团	49%	中梁控股	93%
新力控股集团	137%	龙湖集团	45%	蓝光发展	89%
佳兆业集团	137%	华发股份	44%	阳光城	88%
蓝光发展	130%	祥生控股集团	43%	绿城中国	86%
荣盛发展	128%	金科股份	43%	正荣地产	85%
绿城中国	127%	蓝光发展	41%	时代中国控股	81%
融信中国	126%	绿城中国	41%	中骏集团控股	75%
金科股份	117%	新力控股集团	38%	金科股份	74%
时代中国控股	117%	时代中国控股	36%	荣盛发展	73%
保利发展	112%	中国奥园	35%	滨江集团	73%
世茂集团	105%	龙光集团	34%	雅居乐集团	73%
中骏集团控股	105%	华润置地	33%	弘阳地产	73%
万科 A	103%	金地集团	31%	建发国际	69%
新城控股	102%	中骏集团控股	30%	合景泰富集团	69%
中国铁建	101%	旭辉控股集团	29%	旭辉控股集团	64%
建发国际	98%	建发国际	29%	碧桂园	62%
弘阳地产	95%	佳兆业集团	28%	越秀地产	62%
旭辉控股集团	94%	禹洲集团	26%	远洋集团	62%
龙湖集团	92%	融信中国	23%	中国金茂	59%
雅居乐集团	90%	弘阳地产	23%	金地集团	58%
合景泰富集团	90%	远洋集团	22%	新希望	57%
金地集团	89%	中国海外发展	22%	保利发展	57%
龙光集团	88%	中国金茂	21%	世茂集团	55%
滨江集团	86%	合景泰富集团	21%	龙光集团	54%
远洋集团	84%	新希望	18%	龙湖集团	47%
中国金茂	80%	雅居乐集团	17%	金辉控股	39%
新希望	75%	招商蛇口	17%	新城控股	32%
越秀地产	65%	首开股份	17%	华润置地	31%
华润置地	64%	滨江集团	13%	中国海外发展	27%
中国海外发展	49%	越秀地产	3%	招商蛇口	26%
招商蛇口	44%	金辉控股	2%	万科 A	19%
金辉控股	41%	华夏幸福	-6%	中国铁建	9%
均值	130.1%	均值	46.0%	均值	84.1%

资料来源：公司公告，中银证券

5.3.2 关注潜在明股实债等表外负债的规模：压力相对较大的为招蛇与融创

表外负债还包含明股实债+对非子公司或合联营公司的担保+永续债，因此考虑这经营杠杆和表外借款两大项目，则在有息债务之外，部分房企资金流压力实际上会超出预期。此处我们以明股实债+非子公司或合联营的担保统计，若考虑永续债，实际表外部分可能会更高。招商蛇口该部分表外负债最高，达 839 亿元，主要是由于 2019 年开始前海土地整备完成增加带来少数股东权益的增长所致；融创中国 774 亿元，占比 20%。招商蛇口、合景泰富、新力地产、中国奥园、美的置业占比超 30%。

图表 95. 合景泰富、新力地产、中国奥园、美的置业明股实债+担保占比较高



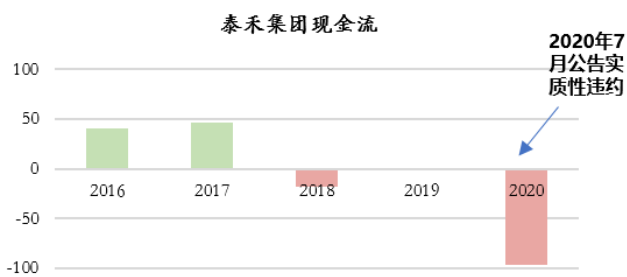
资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：表外负债占比= (明股实债+担保) / (明股实债+担保+有息负债)

5.3.3 关注现金流持续为负、受限资金占比较大的房企：祥生、合景泰富、富力、恒大

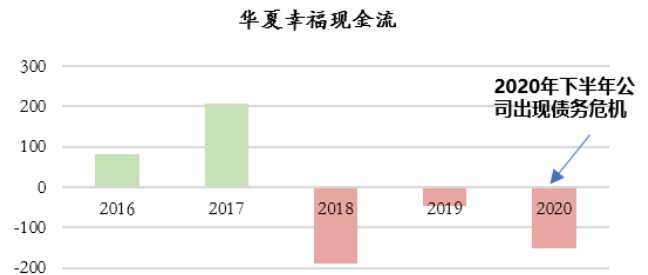
现金流安全性和平稳性较好的房企，目前的风险相对较小；需警惕现金流持续为负的房企。1) 从现金流层面复盘“暴雷”公司，我们发现华夏、泰禾已从18年开始连续三年净现金流为负（实质性违约均发生在现金为负两年左右），且20年现金流缺口均较19年进一步扩大。恒大17、18年净现金流入为负，19年融资力度明显加大，银行及其他贷款较18年增加约1200亿拉动净现金流入为正，20年则依靠上游占款等应付款项维持净现金流为正，真正体现其经营能力的销售回款并未出现明显改善，扩大筹资和增加供应商占款延缓了现金流风险暴露的时间。再复盘当前TOP50房企，碧桂园、奥园、旭辉控股、新城控股、美的置业、禹洲集团、合景泰富、中骏集团、华夏幸福在20年年末现金流净额为负；祥生在18-19年，合景泰富19-20年连续两年现金流为负，需警惕其现金流变化趋势。2) 从在手现金及受限资金来看，主流房企中万科目前在手现金最为充裕，达1952亿元。富力地产、中国恒大受限资金较多，占比高达55.7%和46.3%。

图表 96. 泰禾集团从18年开始连续三年净现金流为负（实质性违约均发生在现金为负两年左右）



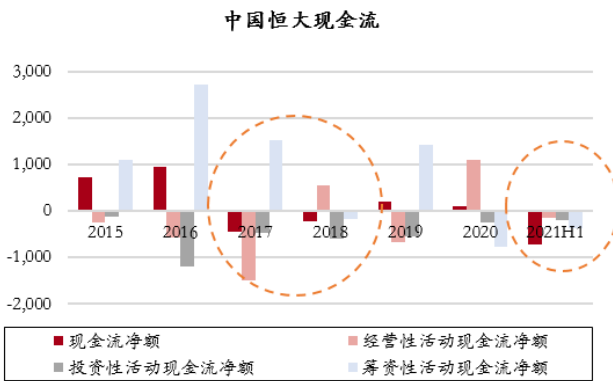
资料来源：公司公告，中银证券

图表 97. 华夏幸福从18年开始连续三年净现金流为负（实质性违约均发生在现金为负两年左右）



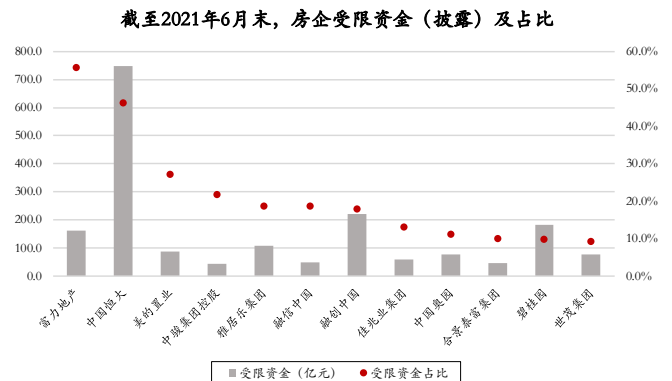
资料来源：公司公告，中银证券

图表 98. 恒大 17-18 年净现金流入为负, 19 年融资力度加大拉动净现金流为正, 20 年靠应付款项维持净现金流为正



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 99. 富力地产、中国恒大受限资金较多, 占比高达 55.7% 和 46.3%



资料来源: 公司公告, 中银证券

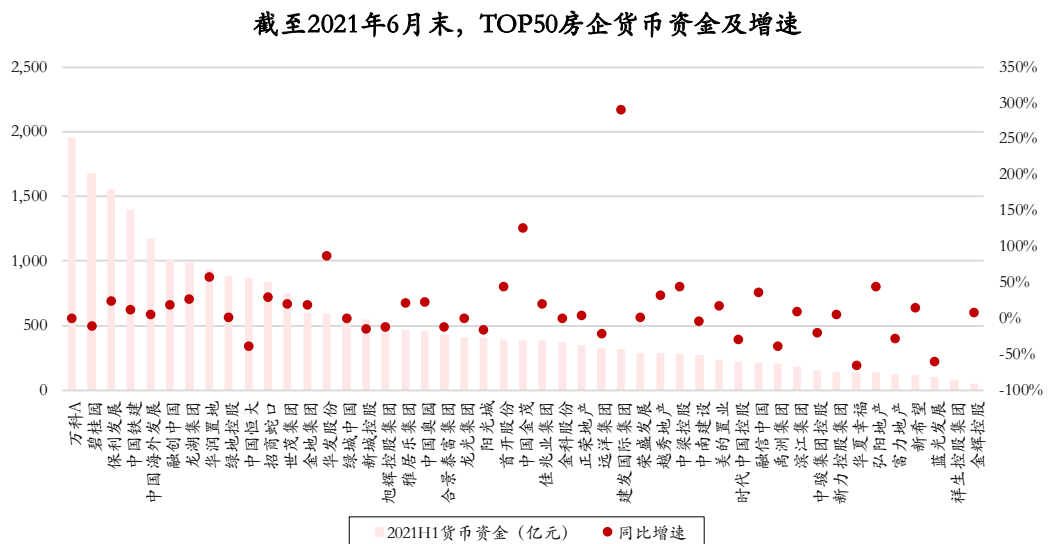
图表 100. 祥生在 18-19 年、合景泰富 19-20 年连续两年现金流为负

公司名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
碧桂园	174	483	525	909	208	-817	8
中国恒大	731	949	-455	-233	205	91	-719
万科 A	-100	275	860	111	-163	265	13
融创中国	18	294	163	75	16	211	24
保利发展	-24	97	212	449	258	63	98
中国海外发展	387	387	-529	7	88	152	95
绿地控股	87	176	78	45	88	79	-171
世茂集团	21	-33	92	151	87	89	138
华润置地	41	21	121	161	-81	258	59
招商蛇口	143	45	-36	143	169	149	-50
龙湖集团	-9	-7	94	184	157	162	220
新城控股	13	60	87	197	190	-9	-68
金地集团	-19	66	62	143	34	92	-13
旭辉控股集团	78	54	95	131	139	-71	12
中国金茂	10	70	14	19	-41	223	-48
金科股份	22	93	9	113	54	79	-63
中南建设	-7	35	32	27	29	83	-29
阳光城	102	27	165	-3	41	43	-69
绿城中国	71	77	75	131	32	131	-30
中梁控股	0	27	59	38	4	109	23
融信中国	21	87	70	34	-65	46	14
正荣地产	15	122	-2	79	57	76	-4
龙光集团	30	48	67	88	57	26	-2
富力地产	4	113	-55	1	30	28	-129
佳兆业集团	-8	85	11	32	113	91	23
雅居乐集团	15	50	68	167	-22	85	46
滨江集团	17	54	7	-24	48	65	-5
荣盛发展	72	63	48	49	-20	26	-17
中国奥园	29	27	143	80	131	-106	110
祥生控股集团	0	0	24	-1	-7	85	-33
建发国际集团	-1	2	6	23	67	170	46
中国铁建	236	88	125	1	100	281	-470
美的置业	2	12	169	-47	36	-5	48
华发股份	15	77	-47	76	67	169	159
新力控股集团	0	7	21	42	35	0	31
远洋集团	68	-14	31	169	-86	83	-63
高洲集团	17	43	-3	114	5	-44	-58
蓝光发展	5	34	24	118	11	46	-196
合景泰富集团	8	148	135	133	-13	-104	20
新希望	5	-6	0	23	4	28	29
中骏集团控股	14	24	9	72	36	-20	-19
首开股份	80	76	-62	99	-75	101	35
时代中国控股	21	41	55	88	23	79	-114
金辉控股	-6	23	-12	18	-18	17	-15
越秀地产	16	81	-10	53	21	42	8
华夏幸福	210	81	208	-189	-46	-152	-133
弘阳地产	4	13	1	38	24	39	16

资料来源: 公司公告, 中银证券

备注: 标红为连续两年及以上现金流为负或 2020 年、2021H1 连续现金流为负的房企

图表 101. 主流房企中万科目前在手现金最为充裕，达 1952 亿元

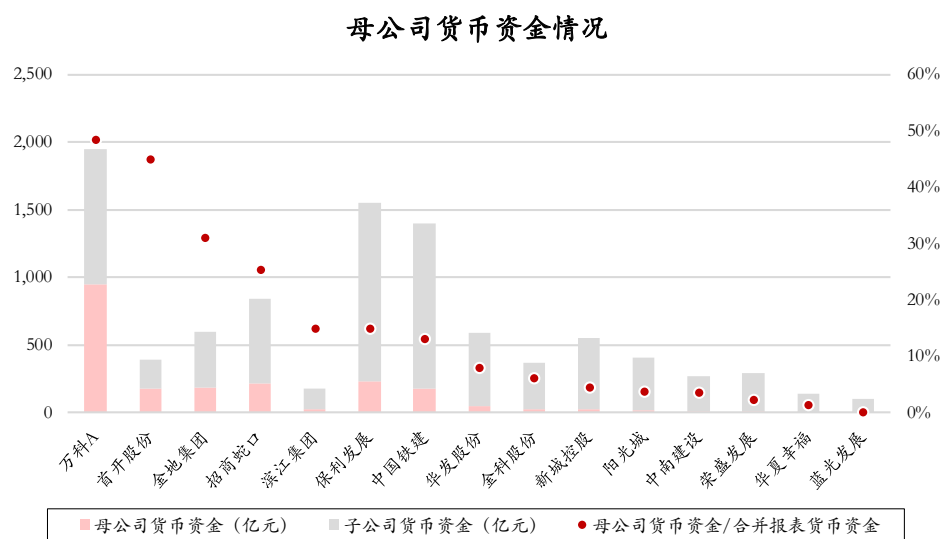


资料来源：公司公告，中银证券

5.3.4 关注母公司对项目公司货币资金的真实归集能力：蓝光、华夏幸福、荣盛相对较弱

随着预售监管资金政策趋严，房企滞留了大量资金在项目公司层面，无法回到母公司层面。债务的主体是母公司，而现金流集中在项目公司。从母公司现金情况来看，蓝光发展、华夏幸福、荣盛发展、中南建设、阳光城、新城控股母公司货币资金/合并报表货币资金不足 5%，反映出项目公司的资金抽调不到集团层面，集团层面的现金流压力会较大，债务到期后展期或违约压力较大。

图表 102. 蓝光发展、华夏幸福、荣盛发展、中南建设、阳光城、新城控股母公司货币资金/合并报表货币资金不足 5%

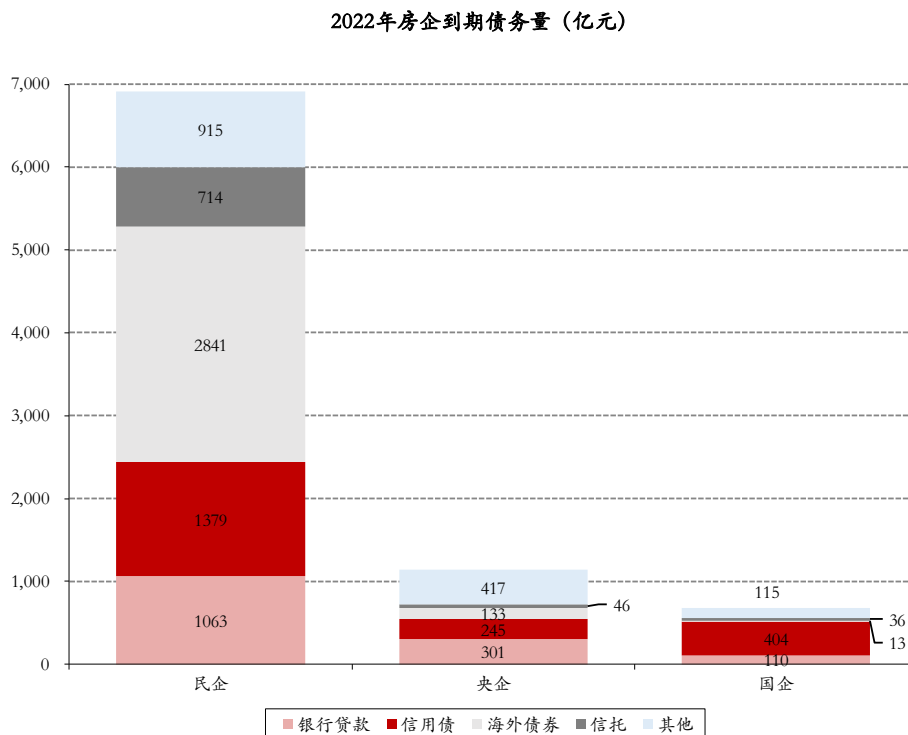


资料来源：公司公告，中银证券

5.3.5 关注债务集中到期规模较高的房企：阳光城、金科、恒大、中南、泰禾

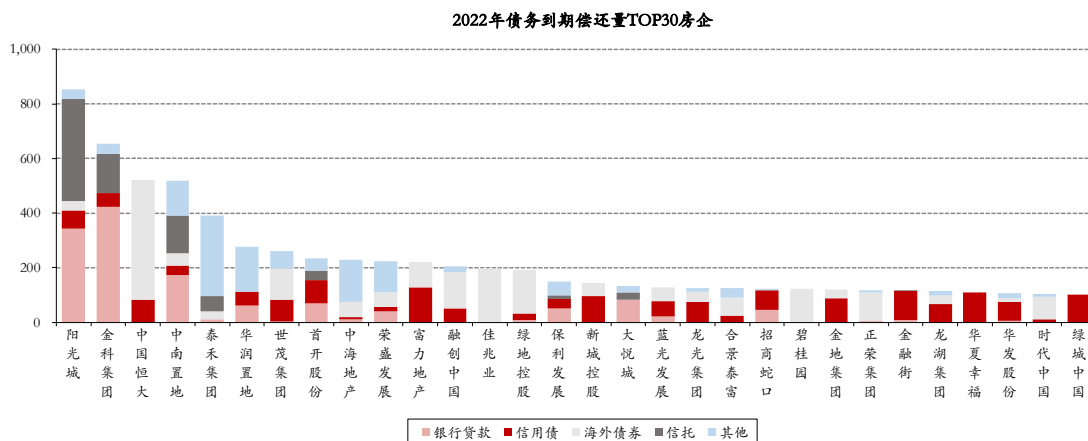
民企的到期债务偿还压力显著高于央国企。2022年民企的到期债务兑付压力仍然较大，合计全年到期债务有6912亿元，是央企的6倍，是国企的10倍；其中4060亿元集中在2022年上半年偿付；从融资工具来看，海外债券的集中到付压力较大，2841亿元的海外债券将在明年到期。具体而言，2022年债务到期压力相对较大的有阳光城、金科股份、中国恒大、中南建设、泰禾集团；中国恒大的海外债券到期偿还压力较大；阳光城、金科股份和中南建设相对而言，信托的到期偿还压力较大。

图表 103. 2022年民企到期债务有6912亿元，是央企的6倍，是国企的10倍



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 104. 2022年债务到期压力相对较大的有阳光城、金科股份、中国恒大、中南建设、泰禾集团



资料来源：克而瑞，中银证券

6 投资建议

近期行业陷入多重危机，基本面核心数据全面下行，民企陷入信用危机，购房者、金融机构、房企的信心持续下降。不过我们认为，行业所面临的问题已经充分传达到监管层，必要的边际调整已经开始。基于销售投资下行尚未见底，行业对整体经济增长、地方财政起到举足轻重的作用，供需端政策仍有望进一步适度调整。我们认为今年年末明年年初或是一个较好的投资时点，核心在于政策边际调整以及三批集中土拍下利润率边际变化的预期增强，不过市场的信心恢复仍需要时间，销售或在明年二季度逐步企稳回升。政策优化调整对于地产板块来说，短期内仍是政策调整所带来的估值修复的逻辑。中长期来看，随着风险缓释，行业清整将进一步推动各类资源向优质头部房企聚拢，融资渠道畅通、综合能力突出的优质龙头房企将享有更高的估值溢价，同时可以关注更具中长期配置价值的物管公司和转型房企。我们建议关注：1) 开发板块：保利发展、金地集团、万科 A、龙湖集团、华润置地。2) 物业板块：碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活、新城悦服务、宝龙商业。

图表 105. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
600383.SH	金地集团	未有评级	10.91	492.54	2.30	2.47	4.74	4.43	12.72
000002.SZ	万科 A	未有评级	19.27	2240.21	3.62	3.44	5.32	5.60	19.32
600048.SH	保利发展	未有评级	14.74	1,764.39	2.42	2.57	6.09	5.74	13.37
0960.HK	龙湖集团	未有评级	31.16	1892.58	3.41	4.18	9.14	7.45	17.88
1109.HK	华润置地	未有评级	27.43	1,955.95	4.18	4.56	6.56	6.02	27.50
6098.HK	碧桂园服务	买入	38.01	1280.13	0.98	1.33	38.93	28.64	4.97
1516.HK	融创服务	未有评级	9.43	292.39	0.25	0.42	37.72	22.65	3.12
1209.HK	华润万象生活	未有评级	32.72	746.79	0.49	0.67	67.46	48.80	5.46
1995.HK	永升生活服务	未有评级	10.81	189.56	0.24	0.36	44.55	30.15	1.73
1755.HK	新城悦服务	未有评级	10.56	91.87	0.55	0.78	19.20	13.59	1.56
9909.HK	宝龙商业	未有评级	13.05	83.95	0.49	0.69	26.58	18.79	3.34
6668.HK	星盛商业	未有评级	2.79	28.44	0.17	0.18	16.49	15.63	0.16

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 12 月 3 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

7 风险提示

房企经营与信用风险：销售下行回款减少，行业融资环境持续趋紧，预售资金监管强化，部分房企资金链面临更大压力，或出现经营困难；同时，房企“三道红线”叠加债务集中到期，部分资金压力较大的房企或出现违约。

房地产行业基本面超预期下行：若政策不出现调整，行业销售、新开工、投资等关键性指标存在进一步快速下行风险。

房地产调控持续升级：融资持续收紧，信贷持续收缩，土地、财税等相关政策存在不确定性，扰动地产基本面和板块估值。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371